



600123.CH

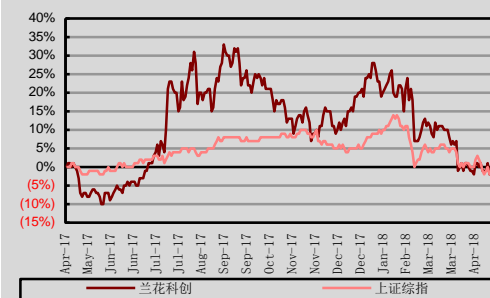
增持

原评级: 持有

市场价格: 人民币 7.60

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(20.3)	(0.5)	(21.6)	(2.6)
相对上证指数	(12.0)	2.2	(8.2)	0.8

发行股数(百万)	1,142
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8,682
3 个月日均交易额(人民币 百万)	146
净负债比率(%) (2018E)	78
主要股东(%)	
山西兰花煤炭实业集团有限公司	45

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 4 月 23 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

采掘: 煤炭开采

唐倩

(8610)66229077

qian.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120036

兰花科创

业绩向好, 化工业务大幅减亏

2017 年归属母公司净利润同比上升 218.42% 至 7.82 亿元。每股收益 0.68 元, 扭亏为盈, 主营收入同比增长 74% 至 76 亿元。化工业务大幅减亏, 新增 60 万吨己内酰胺项目盈利能力尚好。在建矿较多, 中长期仍有成长空间。尽管业绩增长明显, 但近期公司的股价连续下调至 17 年 7 月以及供给侧改革实施初期的水平, 基于 12 倍 18 年市盈率, 将目标价由 7.4 元上调至 8.88 元, 将评级由持有上调至增持。

支撑评级的要点

- 2017 年归属母公司净利润同比上升 218.42% 至 7.82 亿元。每股收益 0.68 元, 符合业绩盈利公告。每 10 股派息 2.2 元, 派息率 32%。报告期内实现营业收入 75.7 亿元, 同比上升 73.63%; 主要是煤炭销量增加 58.4 万吨, 增加收入 2.3 亿, 售价上升 190.49 元/吨, 增加收入 12.9 亿元; 煤化工行业实现收入 40.6 亿元, 较同期增长 99.7%, 主要是新材料分公司己内酰胺等产品投产增加收入 14.56 亿元。
- 期间费用率得到较好控制, 由 30% 下降至 20%。每股经营性现金流 1.17 元, 净资产收益率 8.77%, 净负债率由 53% 大幅上升至 77%。
- 17 年煤炭产量增长 9.3%, 销量上涨 9.4%, 煤价上涨 55.8%, 吨煤成本控制很好, 只上涨 3.7%, 化工业务大幅减亏。2017 年公司共生产原煤 720 万吨, 同比增长 9.3%, 增幅较快, 高于行业平均; 销售煤炭 678 万吨, 同比上升 9.4%。综合煤价大幅上升 55.8% 至 584 元/吨, 受到国家供给侧改革和环保限产的影响尿素二甲醚等行业景气度明显回升, 尽管尿素产销量大幅下降 20% 左右, 但价格上涨 33%, 毛利率由 -8.5% 上升至 -0.9%, 毛利润 -908 万元, 大幅减亏。煤炭吨煤成本只上升 3.7% 至 213 元, 成本控制较好。
- 华润大宁矿盈利能力强劲, 吨煤净利高达 200 元。公司持股 41%, 重要利润来源的华润大宁矿盈利能力较好。2017 年收入 18.6 亿元, 同比上升 32%, 净利润 8 亿元, 同比上升 81%, 盈利能力强劲。按照 400 万吨产能核算, 吨煤净利高达 200 元。
- 在建煤炭产能是现有产能的一倍。公司煤炭产量未来有望继续释放, 18 年年报预计煤炭产量 804 万吨, 同比增加 10%。公司在建产能较多, 主要是 6 个资源整合矿共 540 万吨产能, 新建玉溪矿 240 万吨产能, 共计 780 万吨产能, 是目前现有产能 840 万吨的近一倍。18 年年报预计煤炭产量 804 万吨, 同比增加 10%。持股 53% 的玉溪矿已完成投资近 80%, 持股 100% 的 120 万吨的永胜煤业已经进入联合试运转, 今年可以贡献产量。

评级面临的主要风险

- 煤价下跌, 化工业务剧烈震荡影响业绩稳定性。

估值

- 基于 12 倍市盈率, 我们将评级由持有上调至增持。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,358	7,566	8,040	8,717	9,367
变动(%)	(4.5)	73.6	6.3	8.4	7.5
净利润(人民币 百万)	(660)	782	874	968	1,080
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.58)	0.67	0.73	0.81	0.91
变动(%)	(4,279.2)	(216.9)	8.1	11.3	12.1
全面摊薄市盈率(倍)	(13.2)	11.3	10.5	9.4	8.4
价格/每股账面价值(倍)	0.07	1.17	1.37	1.37	1.54
每股现金流量(人民币)	116.5	6.5	5.6	5.6	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(20.2)	14.3	15.8	13.9	12.3
每股股息(人民币)	0.27	0.27	0.24	0.26	0.29
股息率(%)	3.5	3.5	3.1	3.5	3.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

2017 年净利润同比上升 218.42%至 7.82 亿元，大幅扭亏为盈

公司 2017 年归属母公司净利润同比上升 218.42%至 7.82 亿元。每股收益 0.68 元，符合业绩盈利公告。每 10 股派息 2.2 元，派息率 32%。报告期内实现营业收入 75.7 亿元，同比上升 73.63%；主要是煤炭销量增加 58.4 万吨，增加收入 2.3 亿，售价上升 190.49 元/吨，增加收入 12.9 亿元；煤化工行业实现收入 40.6 亿元，较同期增长 99.7%，主要是新材料分公司己内酰胺等产品投产增加收入 14.56 亿元。

报告期内，实现利润总额 9.29 亿元，较去年同期的-8.05 亿元，扭亏为盈 17.4 亿，导致公司利润总额大幅上涨的主要原因是主要产业煤炭、尿素、二甲醚等经营状况大大改善，除此之外的非经营性因素主要有：本期计提资产减值损失 1.82 亿元，去年同期计提的资产减值损失 3.96 亿元，同比减少 2.14 亿元。本期取得华润大宁投资收益 3.82 亿元，较去年增加 2.2 亿元，大幅增加 112%。期间费用率得到较好控制，由 30%下降至 20%。每股经营性现金流 1.17 元，净资产收益率 8.77%，净负债率由 53%大幅上升至 77%。

图表 1. 2017 年业绩同比摘要

(人民币, 百万)	2016 年	2017 年	同比变动(%)
营业收入	4,358	7,566	73.6
营业成本	3,333	4,841	45.2
毛利润	1,025	2,726	166.0
营业税金及附加	248	397	59.8
销售费用	167	219	31.4
管理费用	805	974	21.0
财务费用	323	357	10.6
资产减值损失	396	182	(54.1)
投资净收益	180	382	112.5
营业利润	(734)	996	-
营业外收入	39	7	(82.0)
营业外支出	110	73	(33.8)
税前利润	(806)	930	-
所得税	64	311	384.6
少数股东损益	(210)	(162)	22.6
归属于母公司所有净利润	(660)	782	-
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	(0.58)	0.68	-
每股经营活动产生现金净流量(元)	0.07	1.17	1,703.4
毛利率(%)	24	36	
经营利润率(%)	(17)	13	
净利润率(%)	(15)	10	
净资产收益率(%)	(6.23)	8.77	
期间费用率(%)	30	20	
应收账款	56	198	257.0

资料来源：公司数据

图表 2. 17 年及 4 季度经营数据比较

项目	2016 年 1	2017 年	同比增减(%)
一、煤炭产品			
产量(万吨)	659	720	9.3
销量(万吨)	620	678	9.4
价格(不含税)(元/吨)	426	584	36.9
生产成本(元/吨)	235	292	24.2
二、尿素产品			
产量(万吨)	121	92	(24.0)
销量(万吨)	121	98	(19.0)
价格(元/吨)	1,083	1,413	30.5
生产成本(元/吨)	1,176	1,515	28.9
三、二甲醚产品			
产量(万吨)	25.5	27.7	9
销量(万吨)	24.8	28.4	15
价格(不含税)(元/吨)	2,369	3,269	38
生产成本(元/吨)	2,309	2,916	26

资料来源：公司数据，中银证券

17 年煤炭产量增长 9.3%，销量上涨 9.4%，煤价上涨 55.8%，吨煤成本控制很好，只上涨 3.7%

2017 年公司共生产原煤 720 万吨，同比增长 9.3%，增幅较快，高于行业平均；销售煤炭 678 万吨，同比上升 9.4%。综合煤价大幅上升 55.8%至 584 元/吨，受到国家供给侧改革和环保限产的影响尿素二甲醚等行业景气度明显回升，尽管尿素产销量大幅下降 20%左右，但价格上涨 33%，毛利率由-8.5%上升至-0.9%，毛利润-908 万元，大幅减亏。煤炭吨煤成本只上升 3.7%至 213 元，成本控制较好。

华润大宁矿盈利能力强劲，吨煤净利高达 200 元

公司持股 41% 重要投资收益来源的华润大宁矿盈利能力较好。2017 年收入 18.6 亿元，同比上升 32%，净利润 8 亿元，同比上升 81%，盈利能力强劲。按照 400 万吨产能核算，吨煤净利高达 200 元。

尿素业务减亏，二甲醚、己内酰胺盈利较好

受 2016 年以来化肥优惠政策取消，企业亏损加剧以及国家环保要求加强多方面影响，尿素的产量下降。2017 年公司尿素产量同比下降 24%至 92 万吨，销量下降 19%至 98 万吨，减少收入 2.5 亿元。第四季度受天然气供应紧张，环保的限制秒速的价格涨到全年最高。尿素的价格上涨 30.5%，由 1,083 涨到 1,413 元/吨，增加收入 3.5 亿元。毛利较去年上升 91.9%至-908 万，亏损减少。二甲醚销量增加 3.51 万吨，增加收入 8,314 万元，售价上升 899.2 元/吨，增加收入 2.55 亿元。毛利上升 439.07%至 1 亿元，毛利润率 11%，占毛利润的 4%。17 年投产的 10 万吨己内酰胺项目盈利较好，毛利率 13.7%，毛利润 1.72 亿元，占总毛利润的 6%。

在建矿 780 万吨产能，是现有产能的近一倍，为中长期发展提供空间

公司煤炭产量未来有望继续释放，18 年年报预计煤炭产量 804 万吨，同比增加 10%。公司在建产能较多，主要是 6 个资源整合矿共 540 万吨产能，新建玉溪矿 240 万吨产能，共计 780 万吨产能，是目前现有产能 840 万吨的近一倍。

持股 53%的玉溪矿已完成投资近 80%；持股 100%的 120 万吨的永胜煤业已经进入联合试运转，今年可以贡献产量。较多的在建产能有望为公司中长期提供成长空间。

图表 3. 煤炭业务经营数据

指标	2016 年	2017 年	同比变动 (%)
产量(百万吨)	6.59	7.20	9.3
销量(百万吨)	6.20	6.78	9.4
价格(元/吨)	426	665	55.8
成本(元/吨)	235	292	24.2
吨煤毛利(元/吨)	191	373	94.7
营业收入(百万元)	2,644	4,506	70.4
营业成本(百万元)	1,549	2,102	35.7
毛利率(%)	41	53	
煤炭业务收入占比(%)	61	60	
煤炭业务毛利占比(%)	107	88	

资料来源：公司数据，中银证券

图表 4. 尿素业务经营数据

指标	2016 年	2017 年	同比变动 (%)
尿素产量(百万吨)	1.21	0.92	(24.0)
尿素销量(百万吨)	1.21	0.98	(19.0)
尿素价格(元/吨)	1,083	1,413	30.5
尿素成本(元/吨)	1,176	1,515	28.9
营业收入(百万元)	1,311	1,385	5.7
营业成本(百万元)	1,422	1,394	(2.0)
毛利率(%)	(8.5)	(0.7)	
化肥业务收入占比(%)	67	85	
化肥业务毛利占比(%)	(16)	(2)	

资料来源：公司数据，中银证券

图表 5. 毛利润占比

煤炭业务	88%
尿素业务	0%
二甲醚	4%
己内酰胺	6%
其他业务毛利润	1%

资料来源：公司数据，中银证券

图表 6. 2017 年 4 季度业绩环比摘要

(人民币, 百万)	2017 年 3 季度	2017 年 4 季度	环比变动(%)
营业收入	1,955	1,636	(16)
营业成本	1,250	1,052	(16)
毛利润	705	584	(17)
营业税金及附加	104	78	(25)
销售费用	52	58	12
管理费用	224	346	55
财务费用	103	57	(45)
资产减值损失	8	134	1,571
投资净收益	77	129	68
营业利润	291	58	(80)
营业外收入	11	(50)	(544)
营业外支出	9	39	319
税前利润	293	(32)	(111)
所得税	91	46	(49)
少数股东损益	(29)	(118)	301
归属于母公司所有净利润	231	40	(83)
每股收益(人民币, 元)			
基本每股收益(元)	0.20	0.03	(83)
毛利率(%)	36	36	
经营利润率(%)	14.88	3.51	
净利润率(%)	11.83	2.42	
净资产收益率(%)	2.48	0.42	
期间费用率(%)	19.38	28.19	

资料来源: 公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,358	7,566	8,040	8,717	9,367
销售成本	(3,333)	(4,841)	(5,057)	(5,447)	(5,793)
经营费用	(1,616)	(1,772)	(1,940)	(2,082)	(2,219)
息税折旧前利润	(592)	953	1,043	1,188	1,355
折旧及摊销	548	743	780	819	860
经营利润(息税前利润)	51	1,800	1,928	2,113	2,322
净利息收入/(费用)	(323)	(357)	(379)	(411)	(442)
其他收益/(损失)	51	1,800	1,928	2,113	2,322
税前利润	(735)	979	1,046	1,159	1,295
所得税	(64)	(311)	(333)	(371)	(416)
少数股东权益	210	162	179	197	216
净利润	(660)	782	874	968	1,080
核心净利润	(561)	789	874	968	1,080
每股收益(人民币)	(0.575)	0.673	0.727	0.809	0.907
核心每股收益(人民币)	(0.575)	0.673	0.727	0.809	0.907
每股股息(人民币)	0.266	0.267	0.237	0.263	0.294
收入增长(%)	(5)	74	6	8	7
息税前利润增长(%)	(1261)	(261)	9	14	14
息税折旧前利润增长(%)	(91)	3458	7	10	10
每股收益增长(%)	(4279)	(217)	8	11	12
核心每股收益增长(%)	(4279)	(217)	8	11	12

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	(806)	913	980	1,093	1,229
折旧与摊销	642	847	885	925	967
净利息费用	323	357	379	411	442
运营资本变动	(304)	(329)	(188)	(334)	(303)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	219	(447)	(495)	(533)	(579)
经营活动产生的现金流	75	1,340	1,561	1,563	1,756
购买固定资产净值	(831)	(937)	(1,100)	(1,300)	(1,400)
投资减少/增加	140	456	456	455	455
其他投资现金流	(688)	(477)	(639)	(839)	(938)
投资活动产生的现金流	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
净增权益	1,007	(1,370)	(700)	(200)	(500)
净增债务	(256)	(150)	(378)	(385)	(400)
支付股息	(349)	147	294	263	232
其他融资现金流	406	(1,370)	(778)	(317)	(661)
融资活动产生的现金流	(208)	(506)	144	407	157
现金变动	1,591	1,377	804	939	1,333
期初现金	(585)	886	923	723	818
公司自由现金流	71	(864)	(157)	112	(124)
权益自由现金流	2016	2017	2018E	2019E	2020E

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	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,377	804	939	1,333	1,476
应收帐款	1,985	1,927	2,033	2,183	2,327
库存	557	579	605	652	693
其他流动资产	923	772	614	362	594
流动资产总计	4,843	4,084	4,191	4,530	5,091
固定资产	11,842	12,169	12,779	13,420	14,093
无形资产	6,196	6,131	6,254	6,378	6,505
其他长期资产	1,194	1,181	1,072	1,059	1,014
长期资产总计	19,232	19,481	20,104	20,857	21,611
总资产	24,074	23,565	24,295	25,387	26,703
应付帐款	2,141	2,379	2,485	2,677	2,847
短期债务	4,190	7,035	6,900	6,900	6,900
其他流动负债	1,429	911	911	911	911
流动负债总计	7,759	10,325	10,297	10,488	10,659
长期借款	2,712	1,957	2,200	2,400	2,700
其他长期负债	1,131	1,176	1,176	1,176	1,239
股本	1,142	1,142	1,142	1,142	1,142
储备	7,458	8,245	8,783	9,447	10,193
股东权益	8,600	9,387	9,925	10,590	11,335
少数股东权益	819	659	692	726	763
总负债及权益	24,074	23,565	24,295	25,387	26,703
每股帐面价值(人民币)	7.53	8.22	8.69	9.27	9.92
每股有形资产(人民币)	2.10	2.84	3.19	3.66	4.19
每股净负债/(现金)(人民币)	4.84	7.17	7.14	6.97	7.11

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	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.2	23.8	24.0	24.2	24.8
息税前利润率(%)	(13.6)	12.6	13.0	13.6	14.5
税前利润率(%)	(18.5)	12.1	12.2	12.5	13.1
净利率(%)	(15.1)	10.2	10.3	10.6	11.1
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5
利息覆盖率(倍)	(1.7)	2.5	2.7	2.9	3.1
净权益负债率(%)	52.9	77.2	74.3	70.2	65.0
速动比率(倍)	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4
估值					
市盈率(倍)	(13.2)	11.3	10.5	9.4	8.4
核心业务市盈率(倍)	(13.2)	11.3	10.5	9.4	8.4
市净率(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	116.5	6.5	5.6	5.6	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(20.2)	14.3	15.8	13.9	12.3
周转率					
存货周转天数	57.3	42.8	42.8	42.1	42.4
应收帐款周转天数	205.9	94.4	89.9	88.3	87.9
应付帐款周转天数	147.6	109.0	110.4	108.1	107.6
回报率					
股息支付率(%)	N.A	39.6	32.6	32.5	32.5
净资产收益率(%)	(7.2)	8.5	8.6	9.0	9.5
资产收益率(%)	(2.6)	2.6	2.9	3.2	3.4
已运用资本收益率(%)	(3.5)	5.5	5.4	5.9	6.4

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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