



600872.SH

买入

原评级: 买入

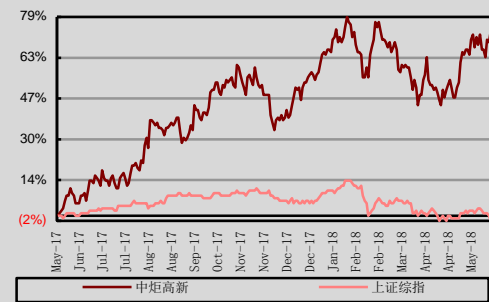
市场价格: 人民币 28.50

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 中炬高新跟踪点评

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	15.1	22.3	4.2	74.8
相对上证指数	7.7	5.1	(2.8)	25.0

发行股数(百万)	797
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	22,704
3个月日均交易额(人民币 百万)	152
净负债比率(%) (2012E)	(10)
主要股东(%)	
前海人寿保险股份有限公司-海利年年	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年5月31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

食品饮料

汤玮亮*

(86755) 82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

*王兴伟为本报告重要贡献者

中炬高新

产能有序投放支撑收入较快增长, 高ROE可享更高估值

新增产能有序投放支撑收入较快增长, 预计18年全年调味品收入增长13-15%, 19年收入存在提速空间。新增产能皆位于阳西基地、整体效率更高, 新产能投放带动整体利润率提升, 转固折旧影响可控, 预计18-19年美味鲜公司利润率可稳步提升。高ROE的美味鲜公司质地优秀, 地产锦上添花, 我们认为中炬价值被低估。预计18-19年EPS分别为0.79、0.88元, 同比增39%、12%, 我们继续看好, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 从产能角度看收入——能否有效支撑收入较快增长? 根据在建工程, 结合往年产能释放节奏, 我们判断18年可释放2-4万吨产能(1-2万吨酱油、1-2万吨其他调味品), 19年可释放约10万吨产能(5万吨酱油、5万吨其他调味品)。因此, 我们判断18年产能能够支撑中炬调味品销量13%左右增长, 叠加提价效应在1Q18带来的少量价增和产品结构变化带来的价增, 预计18年全年调味品收入增长13-15%。若阳西厨邦基地2期酱油工程和阳西美味鲜基地1期产能顺利释放, 19年收入存在提速空间。
- 从产能角度看利润——投产对利润率影响几何? 预计18-19年美味鲜公司利润率可稳步提升, 原因: (1) 新增产能皆位于阳西基地、整体效率更高, 新产能投放带动整体利润率提升。(2) 在建工程转固折旧影响可控。厨邦基地1期工程和2期鸡精鸡粉工程一定程度上完成厨邦基地的前期基础开发, 厨邦基地2期酱油工程继续在此基础上建设, 预计新增单位产能所需投入的资金量更少; 单期工程中, 公司可边建边投产, 通过延后部分不影响生产的配套设施和设备转固, 避免转固折旧过度集中。(3) 美味鲜基地生产其他调味品, 产品利润率不如厨邦基地, 但因美味鲜公司全资持股美味鲜基地, 预计归母净利率可达到与厨邦基地相当的水平。
- 高ROE的美味鲜公司质地优秀, 地产锦上添花, 我们认为中炬价值被低估。中炬高新旗下美味鲜公司, 近10年平均ROE基本围绕30%的高水平波动, 与调味品行业领军者海天味业旗鼓相当。截至18年5月31日, 中炬18年PE 35倍左右, 扣除地产价值(按30亿计), 18年PE 30倍左右, 对比海天18年PE 45倍左右。美味鲜公司质地优秀、增长稳健可持续, 地产锦上添花, 我们认为中炬可享比其当前更高的估值。

评级面临的主要风险

- 产能投放速度低于预期、效率提升低于预期、地产收入低于预期。

估值

- 预计18年物业资产出售收益略高于此前我们预期, 略上调18年盈利预测, 18-19年EPS分别为0.79、0.88元(原预测0.77、0.88元), 同比增39%、12%, 美味鲜公司18-19年归母净利润分别增19%、21%。2Q17调味品去库存收入基数较低, 预计2Q18调味品业务可提速, 收入/归母净利润分别增20%/24%, 我们继续看好, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,158	3,609	4,268	4,809	5,867
变动(%)	14	14	18	13	22
净利润(人民币 百万)	362	453	630	704	939
全面摊薄每股收益(人民币)	0.455	0.569	0.791	0.884	1.178
变动(%)	46.5	25.1	39.1	11.7	33.3
市场预期每股收益(人民币)			0.790	0.971	1.182
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.772	0.879	1.064
调整幅度(%)			2.5	0.6	10.7
全面摊薄市盈率(倍)	62.7	50.1	36.0	32.2	24.2
价格/每股现金流量(倍)	33.6	34.9	40.3	31.8	38.0
每股现金流量(人民币)	0.85	0.82	0.71	0.90	0.75
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.0	33.4	24.3	20.4	15.4
每股股息(人民币)	0.100	0.140	0.000	0.237	0.265
股息率(%)	0.4	0.5	n.a.	0.8	0.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

产能概览：20 年历程，调味品产能稳步增长

根据公司公告和上证 e 互动，我们对美味鲜公司调味品产能历史变动梳理如下：

1999 年，中炬高新收购中山市美味鲜食品总厂。

2000 年，改制广东美味鲜调味食品有限公司。

2003 年，美味鲜公司调味品产能约 5 万吨，中山基地扩产项目 1 期动工。

2006 年，中山基地扩产项目 1 期工程 06 年上半年竣工投产，我们估计美味鲜公司调味品实际产能达到 11 万吨左右，中山基地扩产项目 2 期工程 06 年下半年动工。

2007 年，中山基地扩产项目 2 期工程 07 年 10 月竣工投产，我们估计美味鲜公司调味品产能达到 13 万吨左右。

2008 年，中山基地扩产项目 3 期工程 08 年 11 月动工。

2010 年，中山基地扩产项目 3 期工程 10 年 10 月竣工投产。

2011 年，美味鲜公司调味品实际产出达 26 万吨，中山基地扩产项目 4 期工程 11 年 3 月动工。

2012 年，阳西厨邦基地 1 期工程 12 年底动工，中山基地扩产项目 4 期工程 12 年底陆续投产。

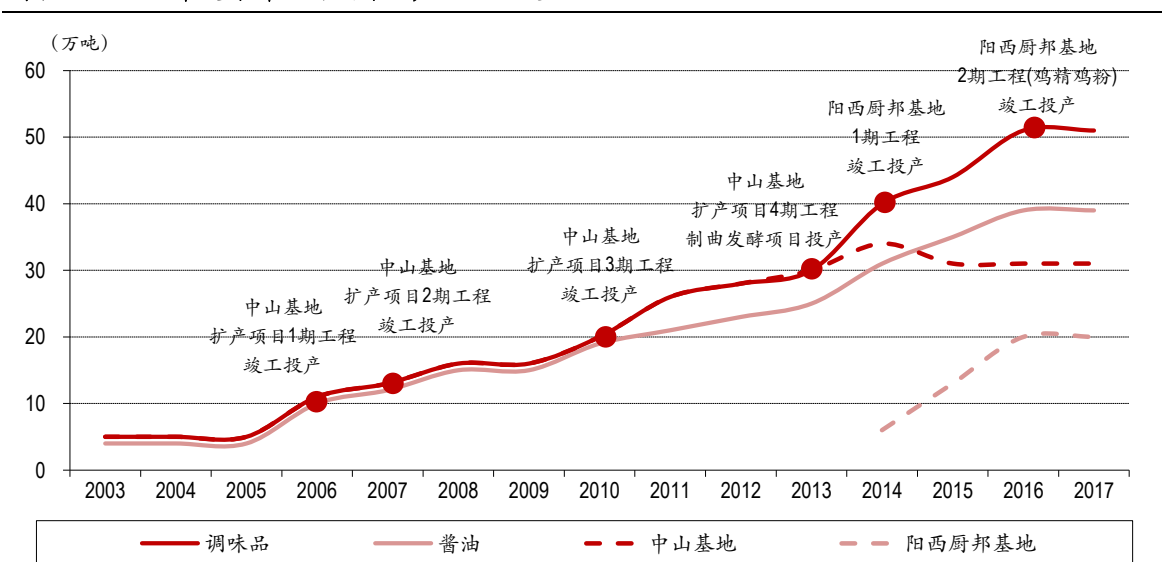
2013 年，中山基地扩产项目 4 期工程制曲发酵项目 6 月投产，美味鲜公司调味品产能为 29.9 万吨。

2014 年，阳西厨邦基地 1 期工程 14 年 6 月竣工投产。投资 5,000 万元的酱油文化博物馆落成标志着中山基地完全建成。

截至 2016 年 3 月，中山基地设计产能达到 30.8 万吨，其中酱油产品生产线 18 条，年产能约 22 万吨；阳西厨邦基地已建成 7 条酱油生产线，年设计产能为 15 万吨，年实际产能约为 11 万吨。同年，阳西厨邦基地 2 期工程（鸡精鸡粉）竣工投产。

截至 2017 年 3 月，阳西厨邦基地已建成 7 条酱油生产线，年设计产能为 18 万吨。

图表 1. 03-17 年美味鲜公司调味品产能历史变动



资料来源：公司公告，中银证券

从产能角度看收入——能否有效支撑收入较快增长？

当前产能情况-中山基地维持，厨邦基地2、3期拓展，美味鲜基地开工。根据中炬高新17年年报中在建工程情况判断：

- (1) 阳西厨邦基地1期：仅剩余部分收尾小工程，我们估计实际尚可释放约1-2万吨酱油产能；
- (2) 阳西厨邦基地2期：16年2期鸡精鸡粉工程竣工投产，我们估计随着1期酱油产能基本释放完毕，18年2期酱油工程建设将提速，根据建设与投产节奏判断，预计19年可能实现部分建成投产，即19年释放约5万吨酱油产能；
- (3) 阳西厨邦基地3期：已经开始投入工程前期建设费用，跟随2期工程滚动开发，有效保证长期产能支持；
- (4) 阳西美味鲜基地1期：工程已经开始建设，该基地对应65万吨其他调味品（食用油、蚝油、醋、料酒）建设规划，因无需发酵，我们预计可能较快投产，18年底可能即会有1-2万吨产能释放，19年预计可能再释放约5万吨产能。

图表2. 中炬高新17年重要在建工程项目变动情况

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例(%)	工程进度
投资大厦14-19层办公楼		90,136,188.00	-	-		90,136,188.00		
德仲广场8-17层写字楼		129,580,956.97	189,981.89	-		129,770,938.86		
一期建筑安装工程		68,413.90	188,679.26	68,413.90		188,679.26		
食品生产项目二期建筑安装工程		5,612.00	-	5,612.00		-		
一期配套用房项目	3,774,100.00	1,018,730.43	3,062,797.98	4,081,528.41		-	89.51	100%
板框压滤机	3,182,905.98	-	3,182,905.98	-		3,182,905.98	100	
粉料输送系统	1,965,811.97	-	1,965,811.97	-		1,965,811.97	100	
三期工程前期建设费		50,000.00	67,961.17	-		117,961.17		
阳西一期工程	106,741,532.15	1,087,378.65	24,421,945.26	-		25,509,323.91	23.9	25.00%

资料来源：公司公告，中银证券

注：图片截取自中炬高新17年年报重要在建工程项目本期变动情况的部分内容

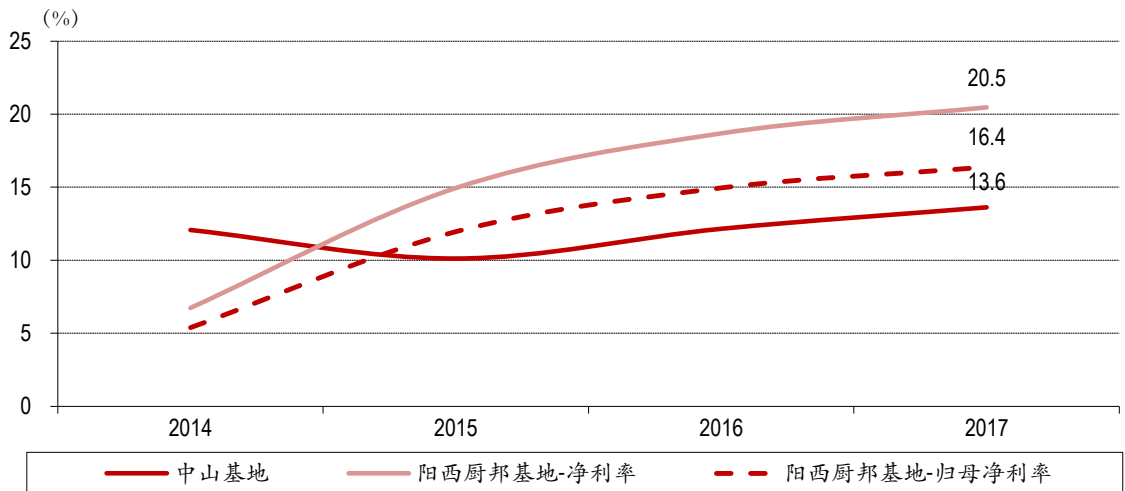
我们预计18年全年调味品收入同比增长13-15%，19年收入存在提速空间。根据在建工程情况，结合往年产能释放节奏，我们判断18年可释放2-4万吨产能（1-2万吨酱油、1-2万吨其他调味品），19年可释放约10万吨产能（5万吨酱油、5万吨其他调味品）。因此，我们判断18年产能能够支撑中炬调味品销量13%左右增长，叠加提价效应在1Q18带来的少量价增（17年4月按照提价后价格出货）和产品结构变化带来的价增（产品高端化，其他调味品销量增速更快、单位货值更高），预计18年全年调味品收入增长13-15%。若阳西厨邦基地2期酱油工程和阳西美味鲜基地1期产能顺利释放，19年收入存在提速空间。

从产能角度看利润——投产对利润率影响几何？

阳西基地利润率显著领先中山基地，17年中山基地净利率13.6%，阳西厨邦基地净利率高达20.5%、归母净利润率为16.4%，我们判断主要源于：

- (1) 设备。阳西厨邦基地为新基地，生产线更为先进；
- (2) 人力与能耗成本。根据17年股东大会，估计阳西地区人力与能耗成本比中山地区低10-20%；
- (3) 发酵效率。阳西地区纬度更低，日照充足，酱油发酵效率更高；

图表 3. 17年中山基地净利率13.6%，阳西厨邦基地净利率20.5%



资料来源：公司公告，中银证券

预计18-19年美味鲜公司利润率可稳步提升，原因：

- (1) 新增产能皆位于阳西基地，整体效率更高，新产能投放带动整体利润率提升。
- (2) 在建工程转固折旧影响可控。厨邦基地1期工程和2期鸡精鸡粉工程一定程度上完成了厨邦基地园区的前期基础开发，厨邦基地2期酱油工程继续在此基础上建设，预计新增单位产能所需投入的资金量更少；单期工程中，公司可边建边投产，通过延后部分不影响生产的配套设施和设备转固，避免转固折旧过度集中。
- (3) 预计美味鲜基地归母净利润率与厨邦基地相当。美味鲜基地生产其他调味品，产品利润率不如阳西厨邦基地，但因美味鲜公司全资持股阳西美味鲜基地，预计归母净利润率可达到与阳西厨邦基地相当的水平（阳西厨邦基地规划净利率9.5%，阳西美味鲜基地规划净利率7.1%）。

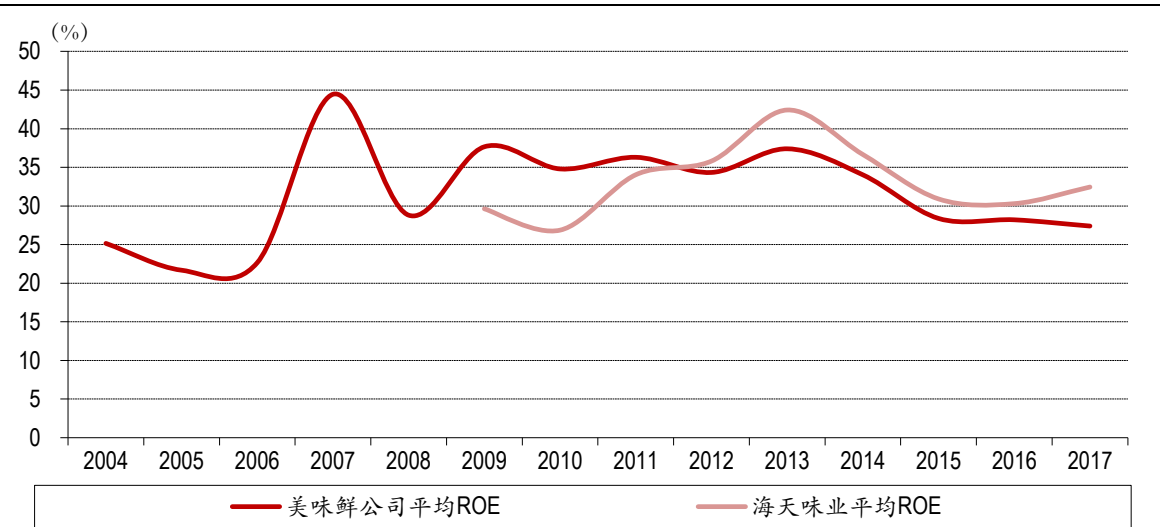
美味鲜质地优秀，地产锦上添花，中炬价值被低估

美味鲜质地优秀。产能有序投放支撑，品类多元、区域与渠道拓展空间大，预计18年调味品收入同比增长13-15%，19年收入存在提速空间；阳西基地效率更高，转固折旧影响可控，预计18-19年美味鲜公司净利率可稳步提升。

地产锦上添花。18年物业资产出售带来额外收益，18-19年房地产项目有望确认一部分收入。目前中炬地产价值30-40亿，受益粤港澳大湾区建设，价值成长空间大。

我们认为中炬价值被低估。中炬高新旗下美味鲜公司，近10年平均ROE基本围绕30%高水平波动，与调味品行业领军者海天味业旗鼓相当。截至18年5月31日，中炬18年PE35倍左右，扣除地产价值（按30亿计），18年PE30倍左右，对比海天18年PE45倍左右。美味鲜公司质地优秀、增长稳健可持续，地产锦上添花，我们认为中炬可享比其当前更高的估值。

图表 4. 美味鲜公司与海天味业平均 ROE 对比



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测及投资评级

预计18年物业资产出售收益略高于此前我们预期，略上调18年盈利预测，18-19年EPS分别为0.79、0.88元（原预测0.77、0.88元），同比增39%、12%。美味鲜公司18-19年收入分别增14%、16%，归母净利分别增19%、21%。2Q17调味品去库存收入基数较低，预计2Q18调味品业务可提速，收入/归母净利分别增20%/24%，我们继续看好，维持**买入**评级。

图表 5. 中炬高新收入预测表

(百万元)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
调味品						
营业收入	2,607	2,895	3,453	3,947	4,572	5,430
同比增速 (%)	12.4	11.0	19.3	14.3	15.8	18.8
毛利率 (%)	35.6	37.2%	39.9	40.5	41.0	43.0
房地产及服务						
营业收入	44	130	49	214	130	330
同比增速 (%)	(17.6)	195.8	(61.8)	333.0	(39.5)	154.2
毛利率 (%)	20.1	24.7	12.5	45.0	30.0	30.0
皮带轮及汽摩配件						
营业收入	60	69	65	65	65	65
同比增速 (%)	(15.4)	15.3	(6.5)	0.0	0.0	0.0
毛利率 (%)	33.6	36.5	32.5	32.5	32.5	32.5
其他						
营业收入	48	64	42	42	42	42
同比增速 (%)	(75.9)	35.0	(34.5)	0.0	0.0	0.0
毛利率 (%)	20.1	24.7	26.2	26.2	26.2	26.2
合计						
营业收入	2,759	3,158	3,609	4,268	4,809	5,867
同比增速 (%)	4.4	14.5	14.3	18.3	12.7	22.0
毛利率 (%)	35.1	36.7	39.3	40.5	40.5	42.0

资料来源：万得，中银证券

风险提示

产能投放速度低于预期、效率提升低于预期、地产收入低于预期。

附录图表 6. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	资产 (元/股)
600872.SH	中炬高新	买入	28.50	227	0.57	0.79	50.0	36.0	4.2
603288.SH	海天味业	增持	74.94	2,024	1.31	1.58	57.2	47.5	4.8

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止 2018 年 5 月 31 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,158	3,609	4,268	4,809	5,867
销售成本	(2,041)	(2,240)	(2,598)	(2,928)	(3,479)
经营费用	(506)	(669)	(722)	(760)	(922)
息税折旧前利润	611	701	948	1,122	1,466
折旧及摊销	126	129	151	197	206
经营利润(息税前利润)	485	572	798	924	1,260
净利息收入/(费用)	(62)	(59)	(57)	(61)	(59)
其他收益/(损失)	64	97	97	97	97
税前利润	486	609	837	957	1,293
所得税	(76)	(98)	(134)	(154)	(208)
少数股东权益	(48)	(58)	(72)	(100)	(147)
净利润	362	453	630	704	939
核心净利润	362	453	630	704	939
每股收益(人民币)	0.455	0.569	0.791	0.884	1.178
核心每股收益(人民币)	0.455	0.569	0.791	0.884	1.178
每股股息(人民币)	0.100	0.140	0.000	0.237	0.265
收入增长(%)	14	14	18	13	22
息税前利润增长(%)	46	18	39	16	36
息税折旧前利润增长(%)	35	15	35	18	31
每股收益增长(%)	47	25	39	12	33
核心每股收益增长(%)	47	25	39	12	33

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	226	216	630	704	939
折旧与摊销	126	129	151	197	206
净利息费用	63	60	59	64	64
运营资本变动	(154)	(461)	(272)	(274)	(681)
税金	(76)	(98)	(134)	(154)	(208)
其他经营现金流	491	804	130	176	277
经营活动产生的现金流	677	651	563	715	597
购买固定资产净值	45	(22)	(165)	(415)	(15)
投资减少/增加	52	115	68	71	71
其他投资现金流	(501)	(664)	(70)	7	7
投资活动产生的现金流	(404)	(571)	(167)	(336)	64
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(28)	(42)	(9)	283	(222)
支付股息	(80)	(112)	0	(189)	(211)
其他融资现金流	(78)	(127)	(26)	(65)	(65)
融资活动产生的现金流	(186)	(280)	(35)	29	(497)
现金变动	87	(201)	362	408	163
期初现金	355	441	241	602	1,010
公司自由现金流	274	81	399	382	666
权益自由现金流	182	(22)	330	598	375

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	441	241	602	1,010	1,173
应收帐款	71	112	104	140	158
库存	1,342	1,413	1,781	1,818	2,457
其他流动资产	945	1,350	1,417	1,700	2,103
流动资产总计	2,800	3,116	3,905	4,668	5,891
固定资产	1,459	1,481	1,511	1,746	1,571
无形资产	156	224	281	260	239
其他长期资产	496	483	486	489	495
长期资产总计	2,111	2,189	2,279	2,495	2,306
总资产	4,911	5,305	6,184	7,163	8,197
应付帐款	71	112	104	140	158
短期债务	20	15	15	304	135
其他流动负债	784	796	987	1,322	1,516
流动负债总计	855	908	1,091	1,461	1,674
长期借款	953	916	907	901	849
其他长期负债	14	30	30	30	30
股本	797	797	797	797	797
储备	1,986	2,328	2,962	3,477	4,204
股东权益	2,799	3,141	3,775	4,289	5,017
少数股东权益	290	309	381	481	628
总负债及权益	4,911	5,305	6,184	7,163	8,197
每股帐面价值(人民币)	3.51	3.94	4.74	5.38	6.30
每股有形资产(人民币)	3.32	3.66	4.38	5.06	6.00
每股净负债/(现金)(人民币)	0.67	0.87	0.40	0.24	(0.24)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.4	19.4	22.2	23.3	25.0
息税前利润率(%)	15.4	15.8	18.7	19.2	21.5
税前利润率(%)	15.4	16.9	19.6	19.9	22.0
净利率(%)	11.5	12.6	14.8	14.6	16.0
流动性					
流动比率(倍)	3.3	3.4	3.6	3.2	3.5
利息覆盖率(倍)	7.7	9.5	13.6	14.4	19.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.9	1.9	2.0	2.1
估值					
市盈率(倍)	62.7	50.1	36.0	32.2	24.2
核心业务市盈率(倍)	62.7	50.1	36.0	32.2	24.2
市净率(倍)	8.1	7.2	6.0	5.3	4.5
价格/现金流(倍)	33.6	34.9	40.3	31.8	38.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.0	33.4	24.3	20.4	15.4
周转率					
存货周转天数	153.9	139.3	136.6	136.6	133.0
应收帐款周转天数	8.6	9.3	9.3	9.3	9.3
应付帐款周转天数	8.6	9.3	9.3	9.3	9.3
回报率					
股息支付率(%)	22.0	24.6	0.0	26.9	22.5
净资产收益率(%)	13.6	15.3	18.2	17.5	20.2
资产收益率(%)	8.7	9.4	11.7	11.6	13.8
已运用资本收益率(%)	12.4	13.6	16.9	16.8	20.1

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。

本报告期内含保密信息，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