



中性

煤炭行业 2019 年半年报综述

归母净利增长 8%，资产质量较高，业绩高位运行可期

煤炭企业 19 年归母净利润同比增长 8%，符合预期。业绩向好的原因转向经营层面，更具有质量和可持续性。尽管业绩增速高位回落，但资产负债表的修复仍在进行中，现金流充沛，盈利指标表现较好，成本费用控制较好，资产质量向好。长协煤以及资产减值减少对平滑煤价涨跌以及业绩起到稳定剂作用，行业及业绩的抗风险能力进一步增强。

支撑评级的要点

- 归母净利润同比增长 8%，经营性因素主导。19 年中报 22 家主流煤炭公司归母净利润同比增长中值为 8%至 23 亿元，符合我们预期。业绩分化较大，业绩表现较好的有山煤国际（同比+58%）、平煤股份（+92%）、中煤能源（+37%）、兖州煤业（+24%）等。业绩欠佳降幅较大的有大有能源（-75%）、永泰能源（-73%）、昊华能源（-30%）等。我们欣喜看到，业绩超预期的原因主要以煤炭产销量增长、销售结构优化、经营改善费用控制较好等主营业务经营能力的实质性提高，而不是以往资产减值损失、出售资产等非经营性因素为主。这种提高更有质量和可持续性。业绩较差的原因主要与关闭产能、煤质变差、自身经营有关。
- 利润率保持高位。业务收入增速中值 5%至平均 214 亿元。受到产销量较大幅度增长以及煤价小幅下降的双重影响。利润率保持在相对高位。毛利率下降 4 个百分点至 32%（煤价下降成本小幅增长），经营利润率和净利润率均有 1 个百分点下滑至 18.6%和 10%，跌幅不大，表现较好。
- 成本费用控制较好，吨煤成本涨幅仅有 1.7%，期间费用率创近年新低。尽管行业景气度高位运行，但去产能使得资产优化，低效高成本老煤矿关停或替换成现代化产能，单位成本更低，因此总体成本涨幅并不高，平均吨煤成本涨幅仅有 1.7%至 335 元。期间费用表现更好，下降 0.5 个百分点至平均 14.6%，位 2012 年同期以来的最低值。
- 煤炭产量增长较快（7.8%），煤价下跌 3%，长协煤平滑作用明显，有助于业绩稳定。进入产能置换期，上半年煤企煤炭产量平均增速 7.8%至平均 2339 万吨。煤炭综合售价平均下降 3%至 588 元，降幅小于秦皇岛 5500 大卡动力煤（市场煤）11%的降幅，但大于年度长协价 0.9%的跌幅，长协煤平滑作用明显。在未来煤价向绿色区间回归下，有助于业绩的稳定。
- 资产质量继续改善、向好：每股经营现金流平均同比增长 13%至 0.74 元，比每股收益高 80%，比行业谷底的 15 年同期增长 10 倍；净资产收益率（ROE）小幅下降 0.5 个百分点至 5.9%，在历史较高区间；应收账款和票据近年来首次下降。

重点推荐

- 我们看好龙头低估值、业绩表现较好、转型升级经营改善明显的公司：山煤国际、陕西煤业、潞安环能、山西焦化、阳泉煤业等。

评级面临的主要风险

- 经济走势低于预期；环保安检趋严且常态化；清洁能源替代加速，对超产、违规违建矿的监管放松；国企改革进度和力度低于预期。

相关研究报告

《煤炭行业 2019 年中报前瞻》20190718

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

目录

2019 年中报总结	5
收入增速高位回落至合理水平，利润率小幅回落。.....	5
毛利率 32%，较前两年有所下滑，仍在较高位。.....	6
19 年上半年归母净利润中值同比增长 8%，业绩分化明显.....	8
资产质量向好	10
1. 期间费用率小幅下降 0.5 个百分点至 14.6%，费用控制较好.....	10
2. 每股经营现金流改善继续明显向好，同比增长 13%，比每股收益高 80%，比行业谷底的 15 年同期增长 10 倍。.....	10
3. 应收账款和票据为近年来首次下降，资产质量改善。.....	11
4. 资产负债率继续小幅下降至 55%，缓慢下滑，未来仍有下降空间。.....	11
5. 上半年净资产收益率 (ROE) 小幅下降 0.5 个百分点至 5.9%，在历史较高区间.....	13
2019 年上半年生产经营数据点评	14
产量-----同比增长 7.8%，增速加快，产能置换投产期到来，未来增速仍会较快。.....	14
综合煤价下降 3%至 588 元，远小于市场煤的跌幅，长协煤的平滑煤价涨跌的作用会越来越明显，有助于业绩稳定。.....	15
吨煤成本涨幅 1.7%，好于预期，新矿的成本普遍更低，摊薄了成本。.....	16
19 年上半年吨煤净利同比下降 4%至 86 元，表现良好，2019 年下降幅度预计比较有限。..	16
煤炭业务收入占总收入的比例 68%，近年来变化不大，在转型方面仍有待突破。.....	18
风险提示	22



图表目录

图表 1. 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入.....	5
图表 2. 主流煤炭公司历史平均主营业务收入增速	5
图表 3. 19 年上半年主营业务收入增速.....	6
图表 4. 19 年上半年主流煤炭公司毛利润率	6
图表 5. 19 年上半年主流上市公司平均毛利润率	7
图表 6. 19 年上半年净利润率	7
图表 7. 主流煤炭公司历史平均净利润率.....	7
图表 8. 煤炭上市公司平均归属母公司净利润	8
图表 9. 19 年上半年归属母公司净利润同比增速（业绩分化明显）	8
图表 10. 上市煤企归母净利润平均增速.....	9
图表 11. 上市煤企平均期间费用率	10
图表 12. 2019 年上半年期间费用率.....	10
图表 13. 煤炭上市公司平均每股经营活动现金流与每股收益比较	11
图表 14. 上市煤企应收账款和票据平均同比增长.....	11
图表 15. 2019 年上半年资产负债率.....	12
图表 16. 煤炭上市公司平均资产负债率近年缓慢下滑	12
图表 17. 煤炭上市公司平均净负债率	12
图表 18. 上市煤企平均 ROE.....	13
图表 19. 历年上市公司平均煤炭产量	14
图表 20. 上市公司平均煤炭产量增速	14
图表 21. 2019 年上半年煤炭产量	15
图表 22. 2018 年上市煤企煤炭产量增速分化较大.....	15
图表 23. 上市煤企综合煤价与市场煤价、年度长协煤价的关系.....	16
图表 24. 上市煤企平均吨煤价格与吨煤成本涨幅.....	16
图表 25. 2019 年上半年吨煤价格	17
图表 26. 2019 年上半年吨煤成本	17
图表 27. 2019 年上半年吨煤净利	17
图表 28. 上市煤企平均吨煤净利	18
图表 29. 上市煤企煤炭业务占总收入比例	18
图表 30. 基金持仓采矿业	19
图表 31. 采矿业相对标准行业配置比例	19
图表 32. 采矿业基金持仓占净值比例	19



图表 33. 基金持仓采矿业	20
附录图表 34. 报告中提及上市公司估值表.....	21

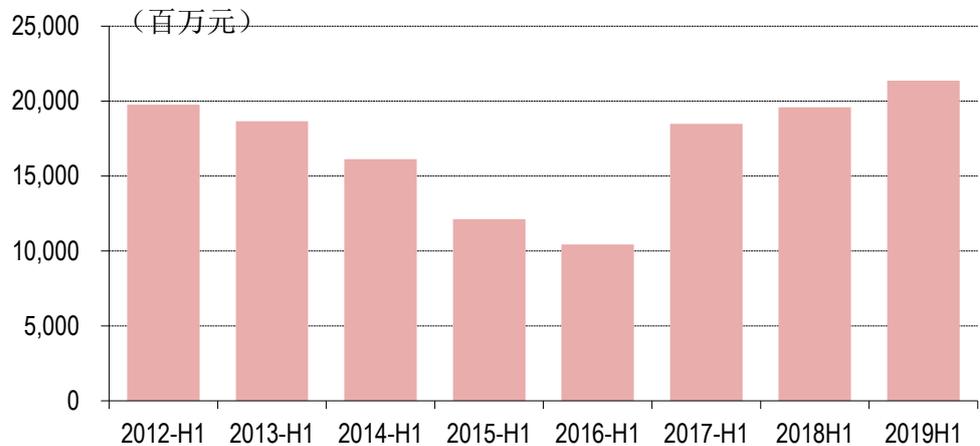


2019 年中报总结

收入增速高位回落至合理水平，利润率小幅回落。

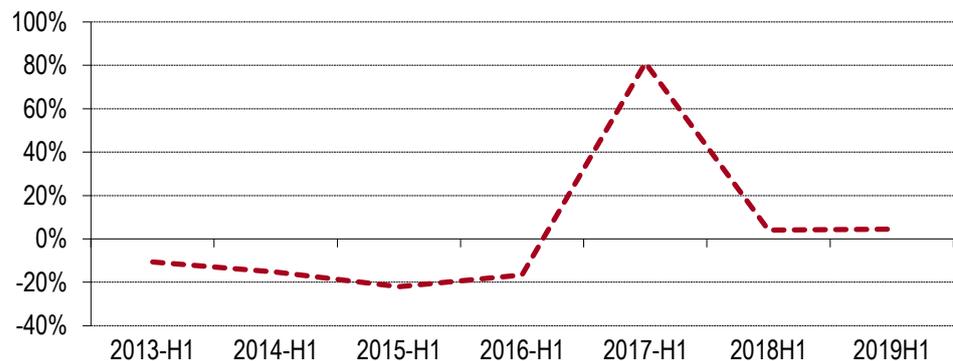
收入增速中值 5%，主要是产销量增长和煤价小幅下降的驱动。22 个主流煤炭公司 19 年中报主营业务收入增速中值 5% 平均 214 亿元（不包括中国神华，平均收入 168 亿元），主要是受到产销量明显增长和煤价小幅下降的双重影响。上市公司产销量分别平均增长 7.8% 和 4.5% 至平均 2339 万吨和 3112 万吨（不包括中国神华，平均产销量分别为 1729 万吨和 2226 万吨）。上市公司煤炭综合售价平均下降 3% 至 588 元/吨。煤价降幅小于秦皇岛 5500 大卡山西优混动力煤 11% 的跌幅（至 605 元），但大于年度长协价 0.9% 的跌幅（至 567 元）。由于年度长协价和市场煤各占一定比例，上市公司综合煤价比较客观真实的反应了实际煤价的涨跌。

图表 1. 22 家主流煤炭公司平均主营业务收入



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 主流煤炭公司历史平均主营业务收入增速



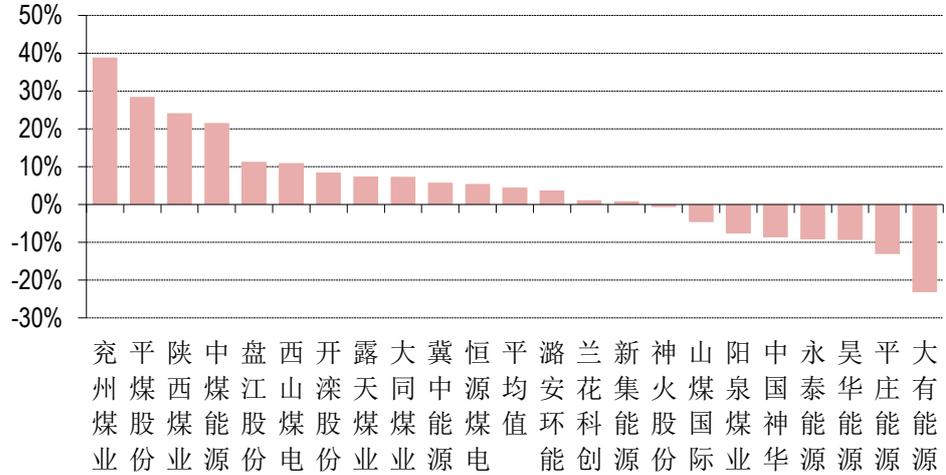
资料来源：万得，中银国际证券

收入表现较好的有兖州煤业，同比增长 39%（主要由于国内精煤量价齐升）；平煤股份，同比增长 29%（主要是调整口径与销售策略优化下销量大幅增长 32%）；陕西煤业，同比增长 24%（自产煤销量及贸易煤销量明显增长，以及售价上升）；中煤能源，同比增长 21%（新矿投产及产量恢复导致产量大增 37%）。



收入下降较大的有大有能源，同比下降 23%（产销量大幅下降）；平庄能源，同比下降 13%（产销量下降以及煤质转差带来煤价下跌）。

图表 3. 19 年上半年主营业务收入增速

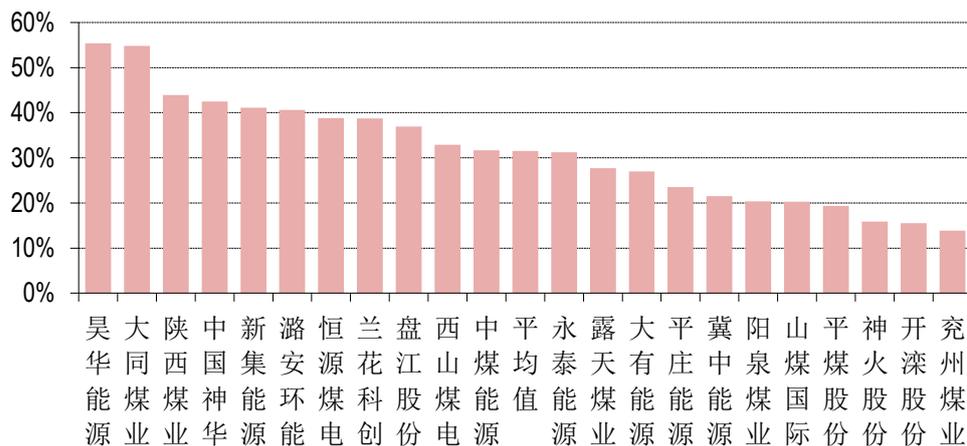


资料来源：万得，中银国际证券

毛利率 32%，较前两年有所下滑，仍在较高位。

毛利率平均为 32%，比 2018 年、2017 年同期分别下降 4 个百分点和 1 个百分点，但仍在较高位置，比 2012 年同期高 1 个百分点，比行业景气度很差的 14-16 年平均高 10 个百分点。近年来，煤炭行业的景气度、资产质量、盈利连续提升，带来成本的提升（包括政策性成本），我们认为毛利率的下降在意料之中，符合预期。

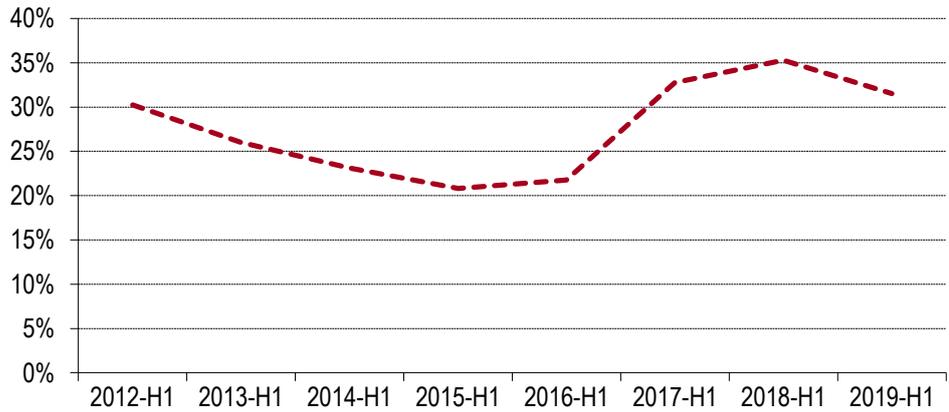
图表 4. 19 年上半年主流煤炭公司毛利润率



资料来源：万得，中银国际证券



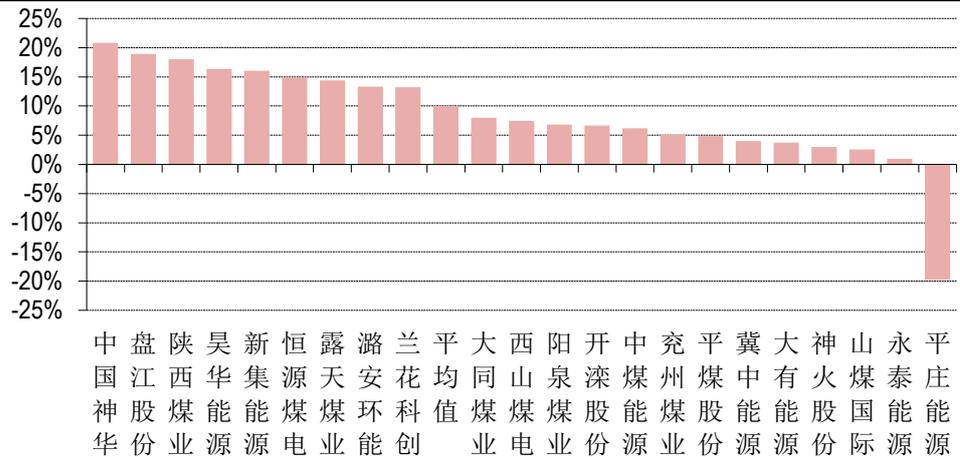
图表 5. 19 年上半年主流上市公司平均毛利率



资料来源：万得，中银国际证券

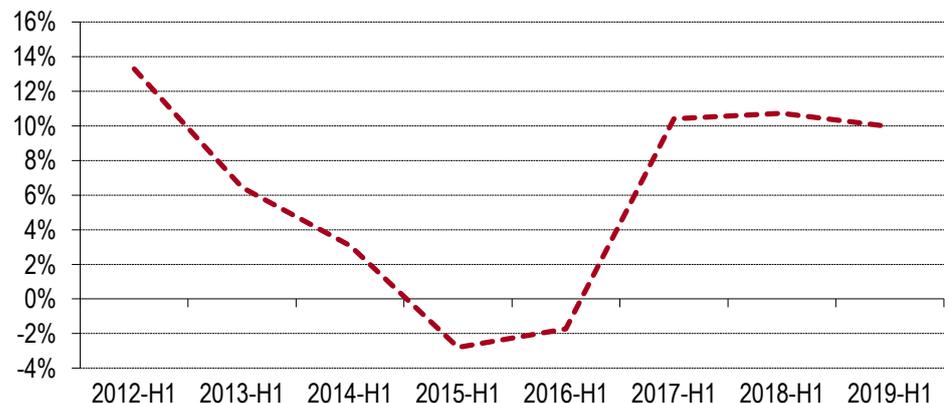
经营利润率和净利润率同比均有 1 个点的小幅下滑，其中平均经营利润率下滑至 18.6%，净利润率下滑至 10%，跌幅不大，符合预期。

图表 6. 19 年上半年净利润率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 主流煤炭公司历史平均净利润率



资料来源：万得，中银国际证券



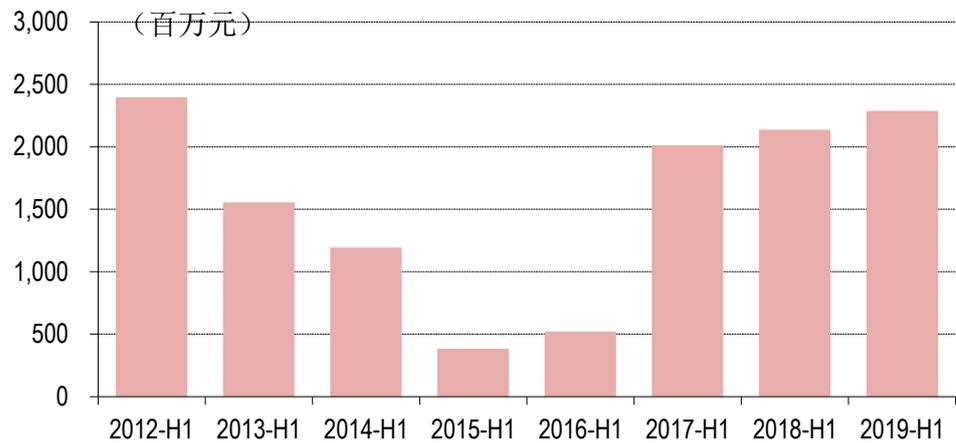
19 年上半年归母净利润中值同比增长 8%，业绩分化明显

22 家上市公司归属母公司净利润同比平均增速中值 8%（平均同比增长 5%）至 23 亿元（不包括中国神华 12 亿元），业绩分化非常明显。业绩增长较好的有山煤国际，同比增长 58%（剥离亏损贸易业务轻装前行，自产煤量价齐涨）；平煤股份，增长 92%（精煤战略量价齐升）；中煤能源，增长 37%（各板块业务持续增长）；兖州煤业，增长 24%（精煤比例提升、费用压缩）；而业绩下降较大的是大有能源（产销量下降，经营欠佳），同比下降 75%；永泰能源（债务危机下经营欠佳），同比下降 73%，昊华能源，同比下降 30%（高盈利能力的北京煤矿退出，内蒙煤矿投产产量增长明显，但盈利能力稍弱，贸易煤减少）。

业绩超预期的原因多于主营业务能力的实质性提高有关，更具质量和可持续性。

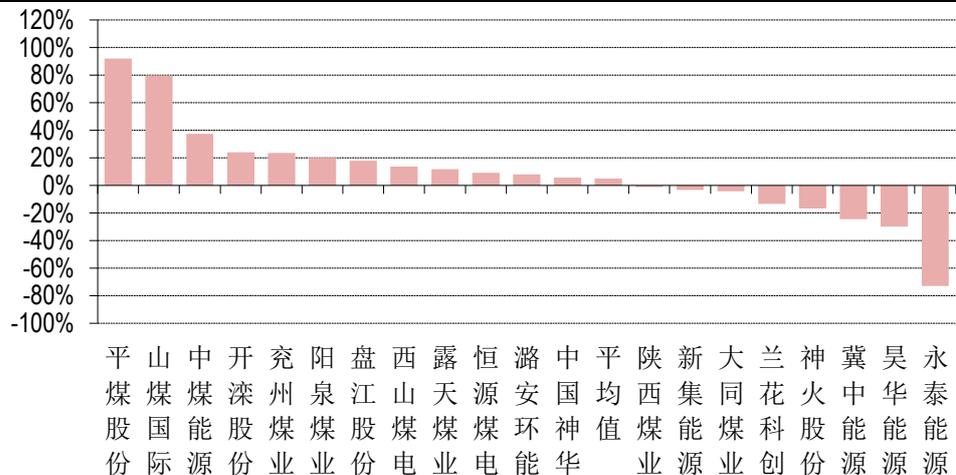
我们看到，业绩超预期的原因主要以煤炭产销量增长，经营大幅改善、优化有关，这有别于之前业绩超预期的原因是出售资产、减值准备变化等非经营性损益为主。**我们比较欣喜的看到，主营业务能力的实质性提高带来的业绩提高更具质量且可持续。**而业绩较差的原因与关闭产能、煤质变差、自身经营有关，这也区别于之前资产减值损失等非经营性因素。

图表 8. 煤炭上市公司平均归属母公司净利润



资料来源：万得，中银国际证券

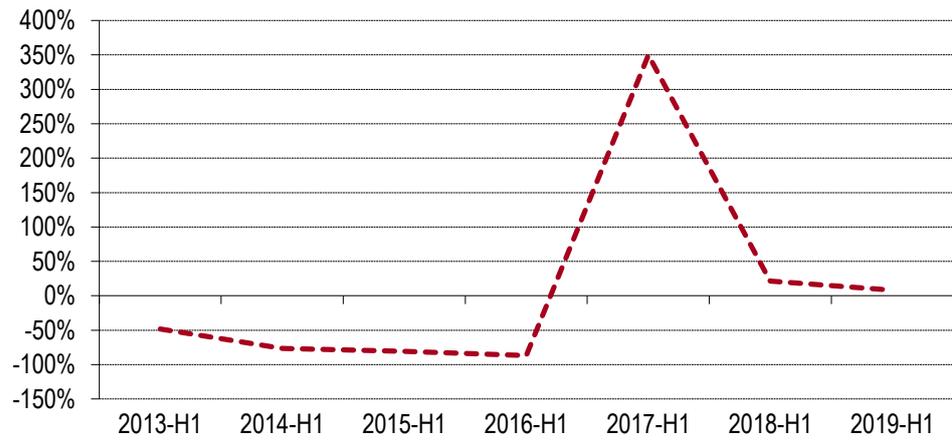
图表 9. 19 年上半年归属母公司净利润同比增速 (业绩分化明显)



资料来源：万得，中银国际证券



图表 10. 上市煤企归母净利润平均增速



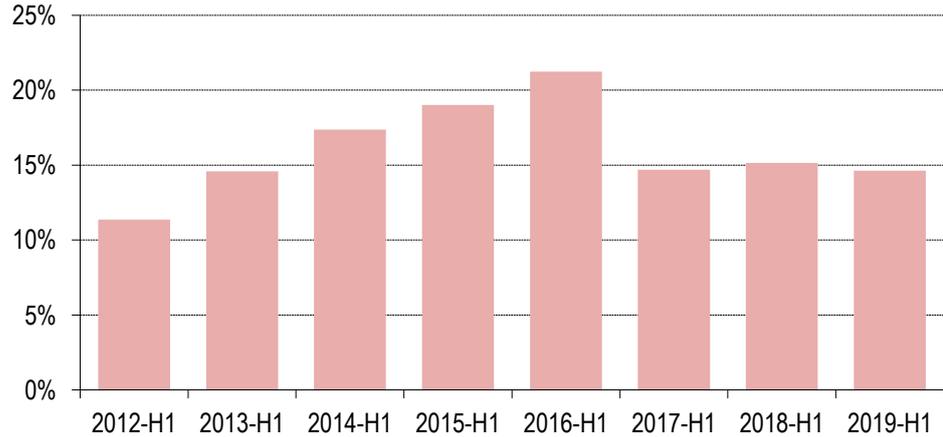
资料来源：万得，中银国际证券

资产质量向好

1. 期间费用率小幅下降 0.5 个百分点至 14.6%，费用控制较好

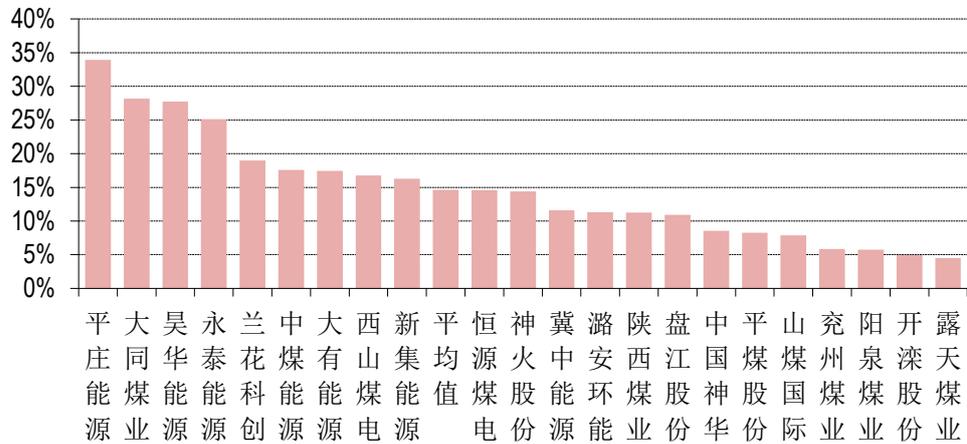
19 年上半年期间费用控制较好，尽管行业景气度进一步攀升，但期间费用率不升反而小幅下降，由去年同期的 15.1% 下降至 14.6%。为 2012 年同期以来的最低值。

图表 11. 上市煤企平均期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 2019 年上半年期间费用率



资料来源：万得，中银国际证券

2. 每股经营现金流改善继续明显向好，同比增长 13%，比每股收益高 80%，比行业谷底的 15 年同期增长 10 倍。

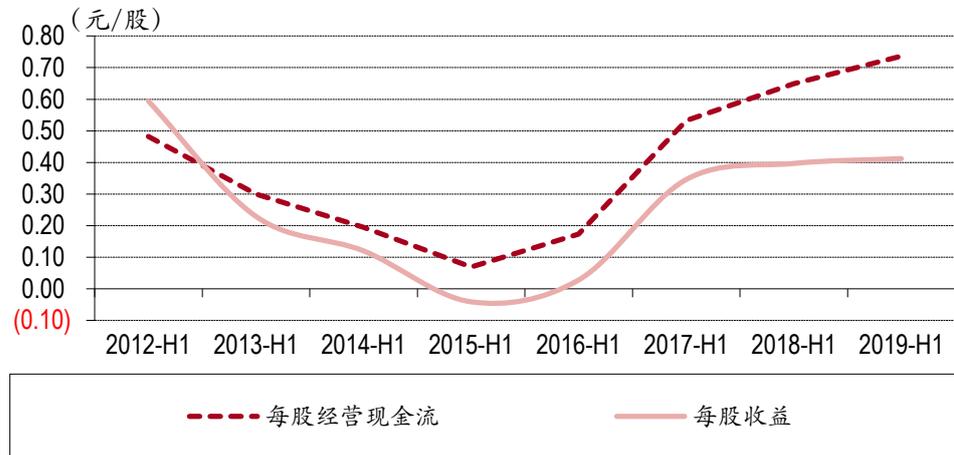
经营活动现金流继续改善，每股经营活动现金流平均同比增长 13% 至 0.74 元，比平均每股收益 (0.41 元) 高 80%。充裕的现金流是企业资产质量进一步改善的例证，盈利质量较高的表现，也为未来抵御风险的能力。



3. 应收账款和票据为近年来首次下降，资产质量改善。

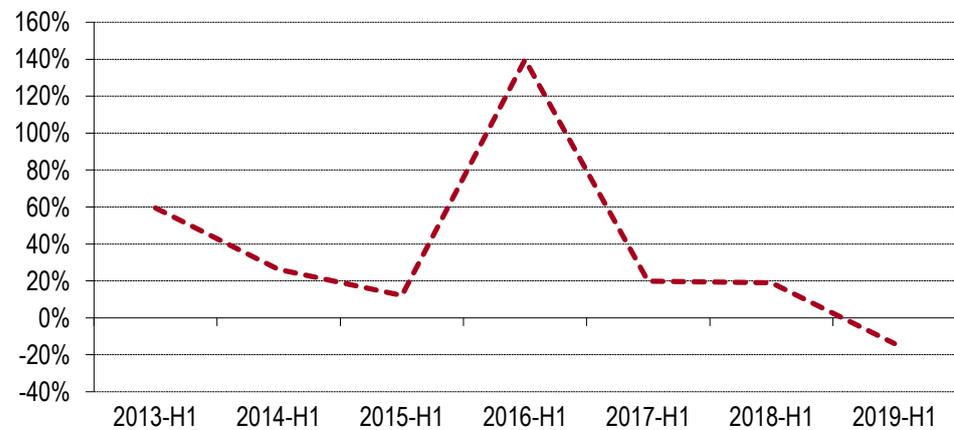
此外，应收账款和票据平均下降 14%至 44 亿元，为近年来首次下降，也为 16 年同期以来的最低值，资产质量改善的又一例证。

图表 13. 煤炭上市公司平均每股经营活动现金流与每股收益比较



资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 上市煤企应收账款和票据平均同比增长



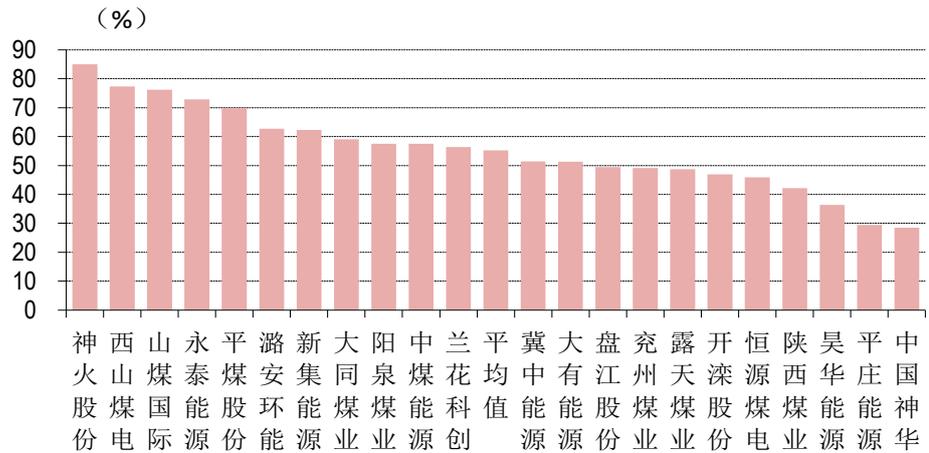
资料来源：万得，中银国际证券

4. 资产负债率继续小幅下降至 55%，缓慢下滑，未来仍有下降空间。

资产负债率小幅下降 1 个百分点至 55%，与 2014 年行业景气度低谷的 55% 相等，仍在历史偏高位置。资产负债率最高的神火股份与永泰能源分别为 85% 和 73%，同比没有任何变化。原来较高的山煤国际下降了 3 个百分点到 76%。净资产负债率有所下滑，

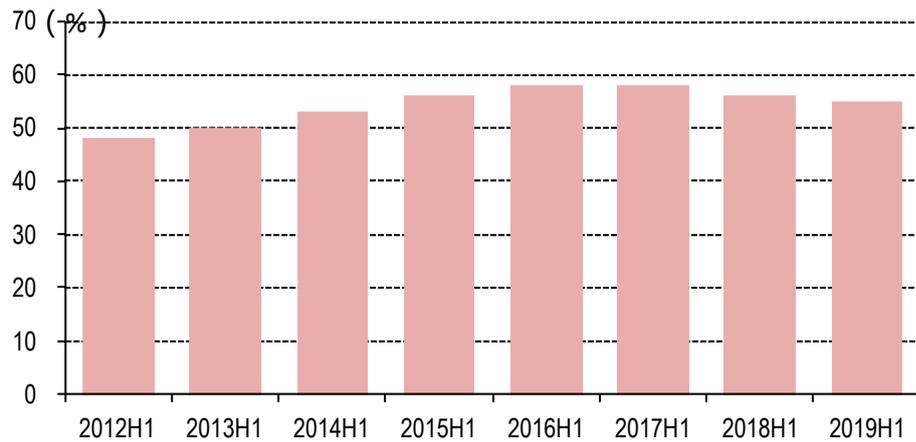


图表 15. 2019 年上半年资产负债率



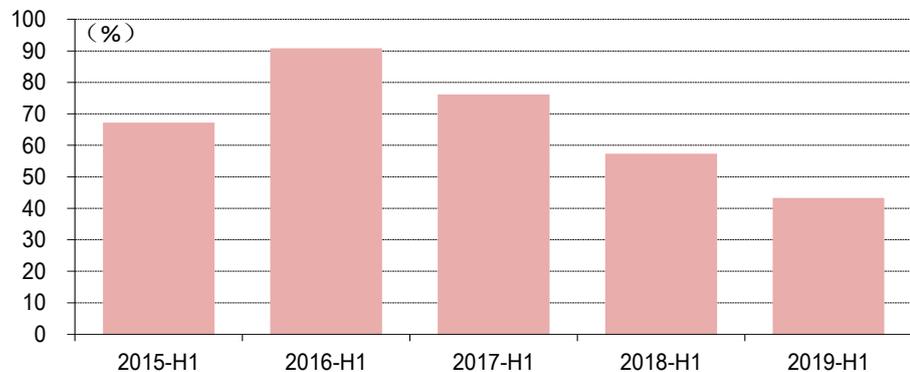
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 16. 煤炭上市公司平均资产负债率近年缓慢下滑



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 17. 煤炭上市公司平均净负债率

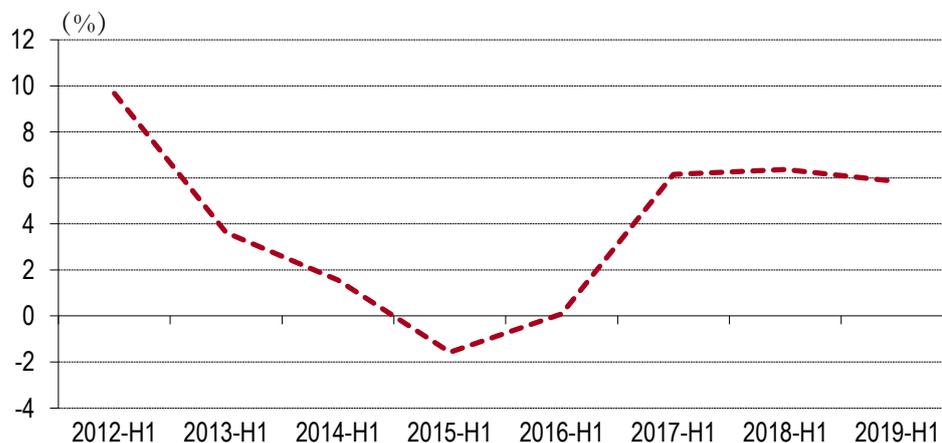


资料来源: 万得, 中银国际证券

5. 上半年净资产收益率 (ROE) 小幅下降 0.5 个百分点至 5.9%，在历史较高区间

2019 年上半年煤炭企业平均 ROE 为 5.9%，同比下降 0.5 个百分点，比 2017 年同期下降 0.3 个百分点，未来预计在 10% 左右徘徊，在历史较高区间。

图表 18. 上市煤企平均 ROE



资料来源：万得，中银国际证券

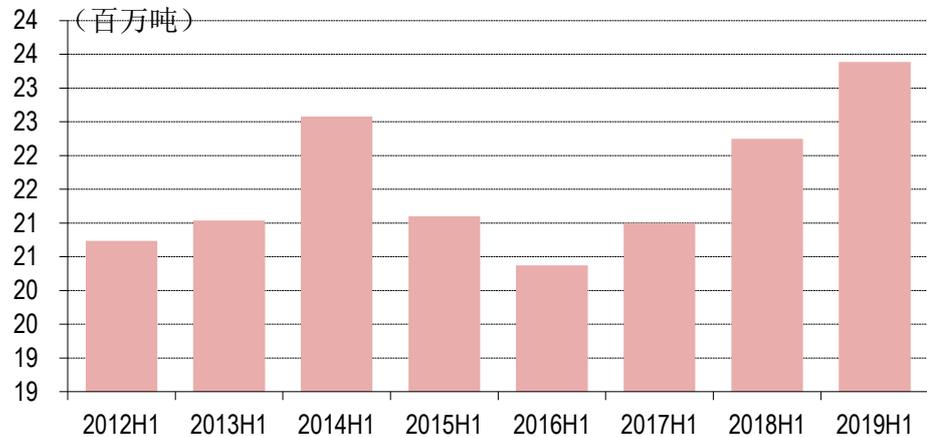
2019 年上半年生产经营数据点评

产量-----同比增长 7.8%，增速加快，产能置换投产期到来，未来增速仍会较快。

2019 年上半年 22 个主流煤炭上市公司产量平均增长 7.8% 至 2339 万吨，增速加快，增幅比全国原煤产量增速 (2.6%) 大幅加快 5.2 个百分点，平均产量比 3 年前大幅增长 15%。我国煤炭行业 16、17 年基本为单纯去产能 (去产能数量巨大，且新增产能非常有限)，18 年开始由去产能向产能置换转变，19-21 年为产能置换为主的新增产能释放将加大。我们预计 2019 年的产量增速不会低于 2018 年，有进一步加快的可能性，预计在 5%-10% 之间。

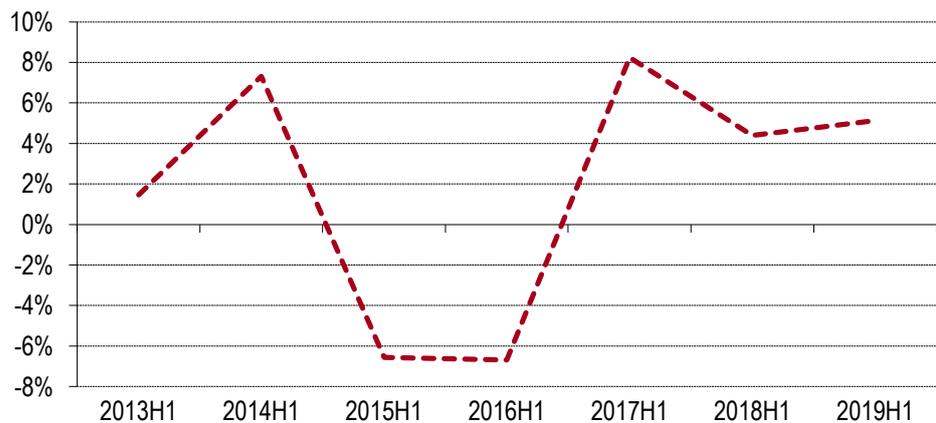
产量增幅较大的有昊华能源 (+66%)，中煤能源 (+37%)，大同煤业 (+29%) 等，都是新投产煤矿的新增产能释放所致。

图表 19. 历年上市公司平均煤炭产量



资料来源：万得，中银国际证券

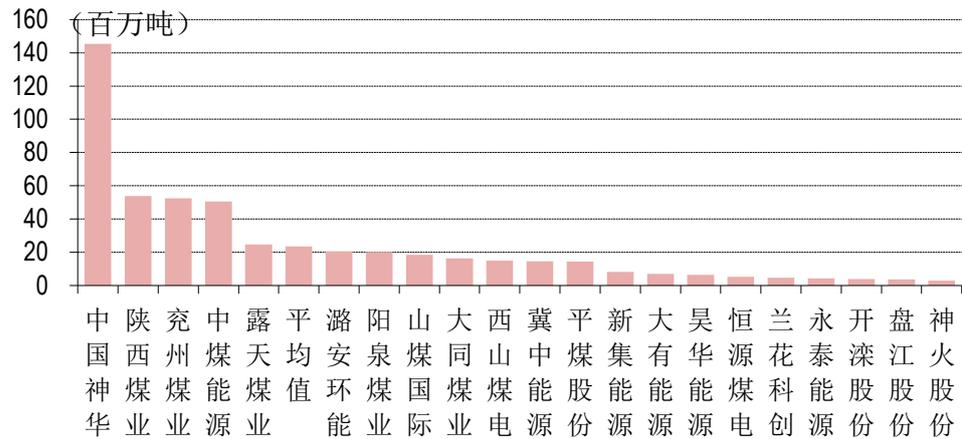
图表 20. 上市公司平均煤炭产量增速



资料来源：万得，中银国际证券

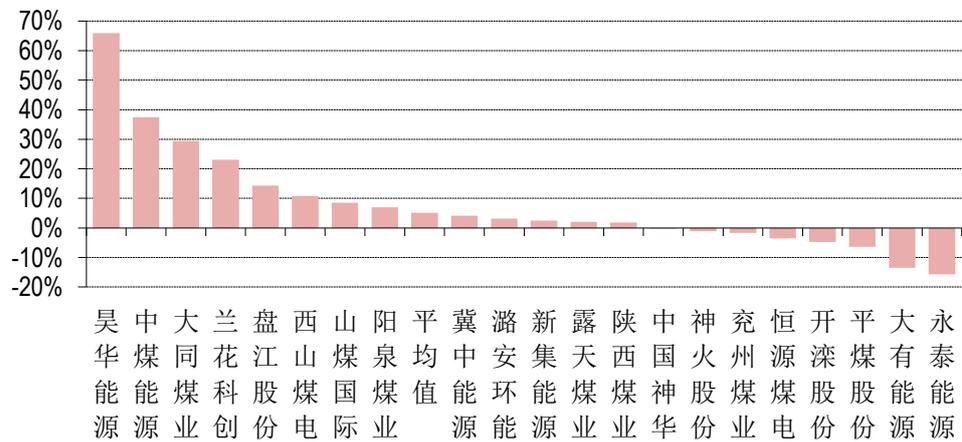


图表 21. 2019 年上半年煤炭产量



资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 2018 年上市煤企煤炭产量增速分化较大

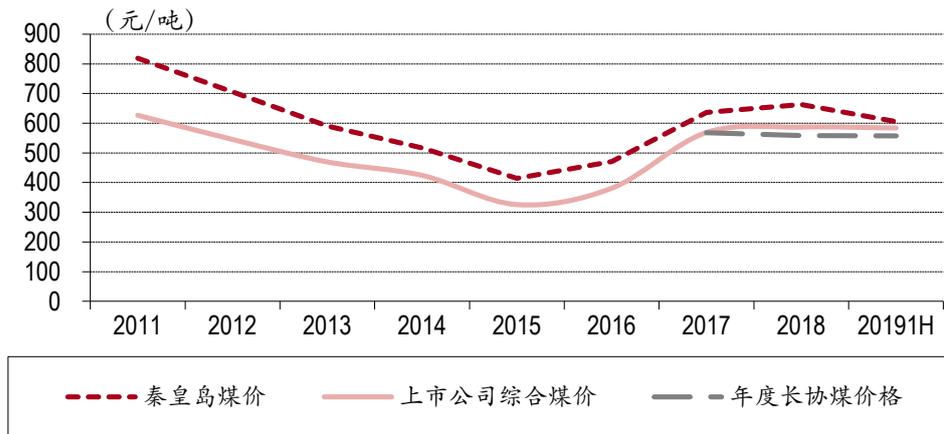


资料来源：万得，中银国际证券

综合煤价下降 3%至 588 元，远小于市场煤的跌幅，长协煤的平滑煤价涨跌的作用会越来越明显，有助于业绩稳定。

上市公司煤炭综合售价平均下降 3%至 588 元/吨。煤价降幅小于秦皇岛 5500 大卡山西优混动力煤 11% 的跌幅（至 605 元），大于年度长协价 0.9% 的跌幅（至 567 元）。由于年度长协价和市场煤各占一定比例，上市公司综合煤价比较客观真实的反应了实际煤价的涨跌。未来长协煤对市场煤价涨跌的平滑的作用可能会更加明显，煤价的涨幅会比较平缓，这对业绩是较好的支撑。

图表 23. 上市煤企综合煤价与市场煤价、年度长协煤价的关系

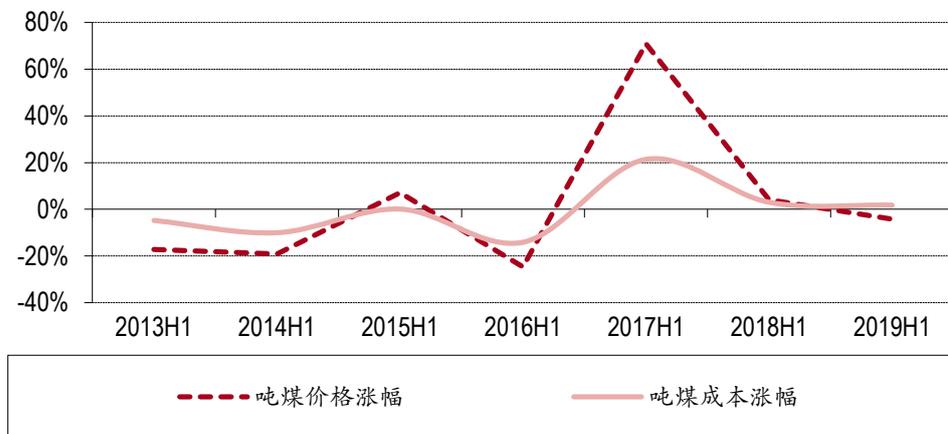


资料来源：万得，中银国际证券

吨煤成本涨幅 1.7%，好于预期，新矿的成本普遍更低，摊薄了成本。

吨煤成本平均涨幅 1.7% 至 335 元，好于预期。尽管行业景气度在攀升，成本的上涨并不十分明显，除了上市公司普遍较好的成本控制外，关闭效率底下的落后产能，更现代化、地质赋存条件更好，成本更低的新矿投产带来的单位成本下降起到了较大作用。吨煤成本下降较多的大同煤业 (-11%)，昊华能源 (-42%)，中煤能源 (-11%) 等都是由于成本更低的新矿投产起到了较大作用。

图表 24. 上市煤企平均吨煤价格与吨煤成本涨幅



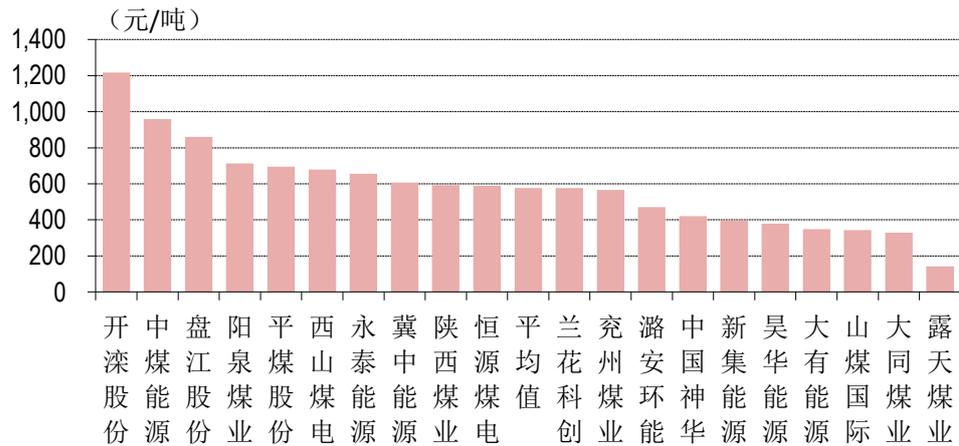
资料来源：万得，中银国际证券

19 年上半年吨煤净利同比下降 4% 至 86 元，表现良好，2019 年下降幅度预计比较有限。

我们选取煤炭业务占毛利比例 80% 以上的公司，大致测算了吨煤净利。2019 年上半年吨煤净利同比小幅下降 4% 元至 86 元 (比全年数字大，由于四季度集中计提费用成本)。但距离盈利最好的 2011 年的 110 元吨煤净利仍有 25% 空间。我们认为随着现金流的改善，资产负债表的进一步修复，以及长协煤稳定剂的作用，吨煤净利可能会抵消一部分煤价下跌带来负面影响，未来将呈现下降，但预计不会下降太多。

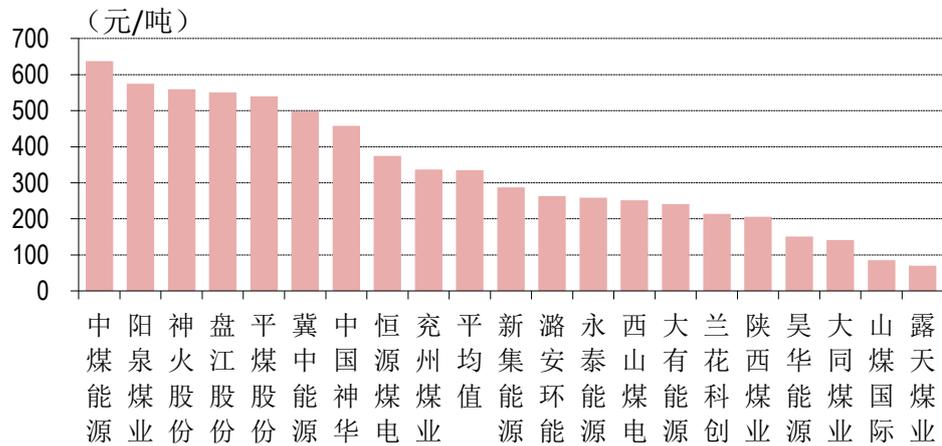


图表 25. 2019 年上半年吨煤价格



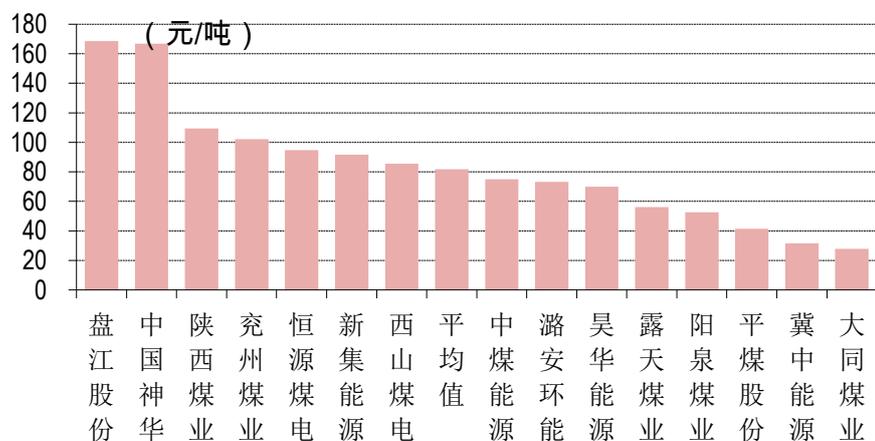
资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 2019 年上半年吨煤成本



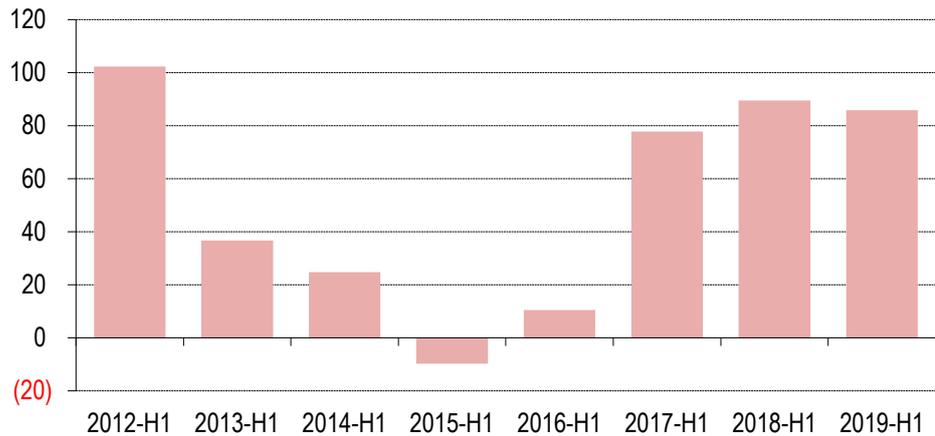
资料来源：万得，中银国际证券

图表 27. 2019 年上半年吨煤净利



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28. 上市煤企平均吨煤净利

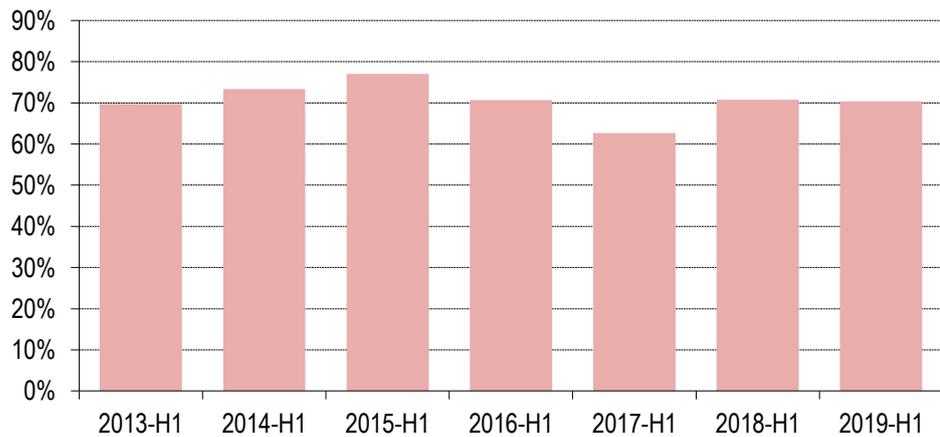


资料来源：万得，中银国际证券

煤炭业务收入占总收入的比例 68%，近年来变化不大，在转型方面仍有待突破。

19 年上半年煤炭业务占总收入的平均比例为 68%，同比持平，与 18 年底也持平，近 4 年来比例变化不大（2018、2017、2016、2015 分别是 68%，69%，69%和 70%）。上市公司的经营模式仍是煤炭为主，其他业务包括电力、化工等下游。尽管有一些公司进军电力、电解铝、新能源、业务更多元化，但总体变化不大，量比较小，不足以明显分担煤炭份额。在 2015 年全行业巨亏以及 2016 年供给侧改革后，转型有了一些进展，但总体速度并不快，在转型和改革方面仍有待突破。

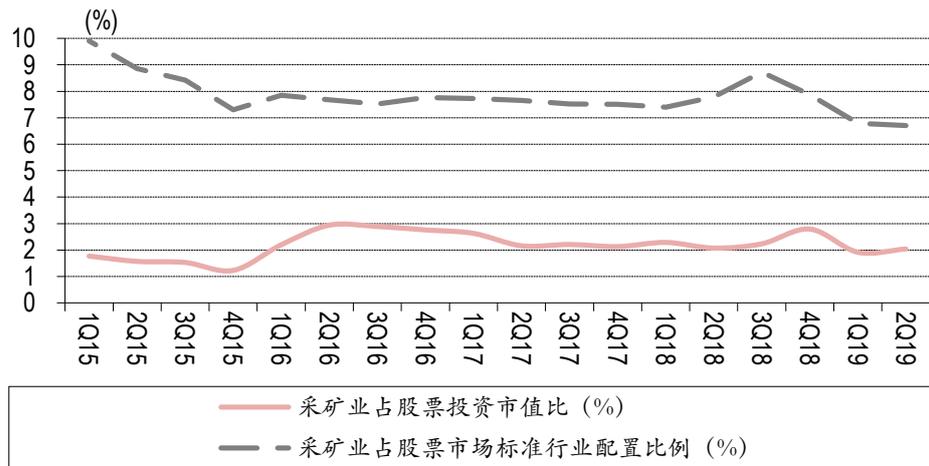
图表 29. 上市煤企煤炭业务占总收入比例



资料来源：万得，中银国际证券



图表 33. 基金持仓采矿业



资料来源：万得，中银国际证券

附录图表 34. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
601918.SH	新集能源	未有评级	3.05	0.22	0.48	0.49	13.9	6.4	6.2
600740.SH	山西焦化	买入	8.12	1.21	1.14	1.32	6.7	7.1	6.2
600348.SH	阳泉煤业	买入	5.48	0.82	0.82	0.92	6.7	6.7	6.0
600546.SH	山煤国际	买入	7.04	0.11	0.58	0.73	64.0	12.1	9.6
601225.SH	陕西煤业	买入	9.13	1.10	1.14	1.29	8.3	8.0	7.1
600395.SH	盘江股份	未有评级	5.36	0.60	0.63	0.65	8.9	8.5	8.2
601699.SH	潞安环能	买入	7.72	0.89	1.08	1.26	8.7	7.1	6.1
600123.SH	兰花科创	未有评级	6.86	0.94	1.02	1.13	7.3	6.7	6.1
601088.SH	中国神华	未有评级	19.53	2.19	1.97	1.91	8.8	9.5	9.8
600157.SH	永泰能源	未有评级	1.61	0.06	0.07	0.08	26.8	23.0	20.1
600403.SH	大有能源	未有评级	3.68	0.38	0.41	0.43	9.7	9.0	8.6
000937.SZ	冀中能源	未有评级	3.68	0.32	0.33	0.34	11.5	11.2	10.8
000933.SZ	神火股份	未有评级	4.72	0.16	0.23	0.38	29.5	20.5	12.4
601898.SH	中煤能源	未有评级	5.14	0.40	0.37	0.43	15.2	14.0	12.0
002128.SZ	露天煤业	未有评级	8.63	1.24	1.30	1.33	7.0	6.6	6.5
600997.SH	开滦股份	未有评级	5.84	0.88	0.94	0.99	6.6	6.2	5.9
601101.SH	昊华能源	未有评级	5.77	0.59	0.60	0.65	9.8	9.6	8.9
601666.SH	平煤股份	未有评级	4.03	0.39	0.45	0.55	10.3	9.0	7.3
A股主要煤炭公司平均值							13.3	9.2	8.1

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019/9/11, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



风险提示

贸易战负面影响及预期增大，经济走势低于预期：作为周期板块，风险偏好是影响板块的重要考虑因素，直接影响未来需求预期的改变，板块对此非常敏感。

环保安检趋严且常态化：频发的矿难会引发政府频繁且严格的大面积停产整顿及各种管制，对供应的影响较大。

清洁能源替代加速：影响需求的又一重要变量，天然气、水电、风电、核电、太阳能等清洁能源占比提高，明显挤占了煤炭消费空间。

对超产、违规违建矿的监管放松；我国煤矿超产现象在供给侧改革前比较严重，特别是三西地区，巨量数据游离在统计之外，如果监管放松，将对供应产生较大冲击。

国企改革进度和力度低于预期：市场对此有期待，如果低于预期，将在估值上有所体现。

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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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