



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011 年 1 月 26 日

林业与造纸包装

研究部

罗炜

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

关雪

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210080004
guanxue@cicc.com.cn

审慎推荐

晨鸣纸业 (000488.CH)

调研纪要: 2011 年纸及浆产能即将投产

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,530	14,885	16,813	20,911	26,582
(+/-)	2%	-4%	13%	24%	27%
息税前利润	1,600	1,293	1,743	2,218	2,844
(+/-)	-3%	-19%	35%	27%	28%
净利润	1,075	836	1,163	1,458	1,883
(+/-)	11%	-22%	39%	25%	29%
每股盈利 (元)	0.52	0.41	0.56	0.71	0.91
(+/-)	-8%	-22%	39%	25%	29%
市盈率-A	13.8	17.7	12.7	10.2	7.9
市净率-A	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
市净率-B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
市净率-H	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
净资产收益率	8.8%	6.4%	8.6%	10.0%	11.6%
ROCE	6.6%	4.3%	5.2%	6.2%	7.9%
现金分红收益率	0.7%	4.2%	2.4%	2.0%	2.5%
每股经营现金流(元)	18.8	0.8	1.8	1.2	1.3
股价/经营现金	0.4	9.0	4.1	5.9	5.4

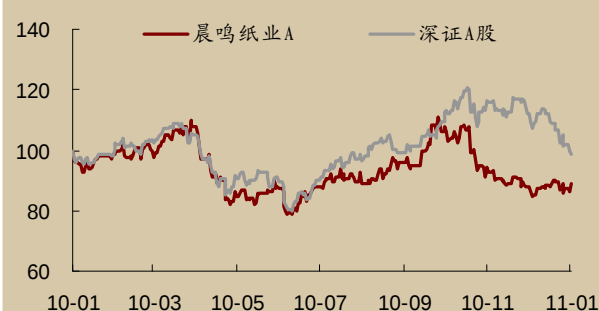
股票信息

	A股	H股	B股
股票代码	000488.CH	1812.HK	200488.CH
当前股价(元)	人民币7.19	港币6.58	港币6.38
目标价格	-	港币10	港币10
日成交量(百万股)	15.03	1.37	1.72
52周最高价/最低价	人民币9.44/6.21	港币8.32/4.6	港币7.11/5.15
总市值(百万元)	人民币13188.67	港币15598.5	港币15598.38
发行股数(百万股)	1,113	391	557
其中:流通股(百万股)	810	391	557
主要股东(持股比例)	寿光晨鸣控股有限公司(14.21%)		

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000488.SZ]	+1.41	+0.70	-14.00	+1.84
[SZASHR]	+3.18	-0.12	+15.13	-3.06

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

2010 年 12 月, 寿光 6 万吨生活用纸生产线投产, 2011 年 4-5 月, 寿光 80 万吨低克重铜版纸、湛江 45 万吨高档文化纸和 70 万吨木浆线投产。2012 年 5 月, 寿光 60 万吨白卡纸和 3.8 万吨生活用纸项目投产。2011-2012 年, 公司将增加各类纸产能共 200 万吨, 浆产能 70 万吨。此外, 公司在湛江和武汉含林权的林地面积分别为 70 万亩和 160 万亩, 已经开始出林。

评论:

2011 年和 2012 年, 公司纸及浆产能增长在停滞了 4 年后重新迈入快速增长的两年, 2012 年底公司各类纸总产能将达到 540 万吨, 年均增长 30%, 纸浆(含木浆和脱墨浆)产能将达到 330 万吨, 年均增长 27%。除了纸及浆产能大幅增长外, 林业业务也有较大进展, 但这一点还没有受到市场关注。

公司近日公布了 2010 年业绩快报, 2010 年每股收益约 0.56 元, 符合市场预期, 较我们预期略低。低于预期的主要原因是三季度木浆成本较高, 而四季度盈利能力已经较三季度恢复。

估值与建议:

我们上调 2011 年和 2012 年盈利预测至 0.71 元和 0.91 元。A 股 2011 年市盈率 10.2x, 市净率 1x, H 股 2011 年市盈率 7.7x, 市净率 0.8x, B 股 2011 年市盈率 7.3x, 市净率 0.7x。

我们认为今年 3-4 月份股价将有较好表现, 建议在该时间窗口到来前重点配置晨鸣纸业。原因有三: 1) 多个项目在 4-5 月投产, 包括寿光 80 万吨低克重铜版纸项目、湛江 70 万吨木浆和 45 万吨高档文化纸项目。2) 3 月 31 日公布年报并管理层路演, 公司董事长携高管在年报后会在国内和国外路演, 重点推介公司的新投产项目。3) 前期股价大幅跑输指数, 当前 A, H 和 B 股估值都处于较低水平, 具备安全边际。

主要风险:

木浆价格快速大幅上涨; 纸机投产时间低于预期; 铜版纸产能集中释放, 对市场的冲击超出我们预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010 年四季度毛利率环比提高

三季度由于纸价平均下跌 600 元左右，而木浆采购价格处于较高水平，公司三季度毛利率仅为 18.8%，为 2009 年 2 季度行业自金融危机恢复以来单季较低水平。四季度，各类产品价格均环比略反弹，幅度平均 200 元左右，而浆价在 7 月见顶后回落，RISI BSKP 和 BHKP 从高点分别回落 7% 和 13%，折合人民币约 500 元和 800 元。因此，四季度产品毛利率将环比扩大，预计重新达到 20% 左右。

公司当前各产品含税出厂价格如下：铜版纸 6400-6500 元，白卡纸 6800-6900 元，双胶纸 6000-7000 元，箱板纸 3800-3900 元，轻涂纸 6200-6300 元，新闻纸 5000 元。

白卡纸趋势向好，铜版纸略有压力

分纸种来看，白卡纸供需关系趋势向好，新增供给较少，而需求旺盛，因此未来有提价空间。预计白卡纸今明两年的盈利能力还将提升。

铜版纸 2011 年新增供给较多，除了晨鸣的 80 万吨之外，王子 40 万吨、APP80 万吨和华泰 80 万吨均在今年投产。但是，新增铜版纸产能有相当一部分用于出口，如晨鸣和 APP 已经有较多在手出口订单。因此我们认为，铜版纸供需状况会受到一定冲击，盈利水平较 2010 年有一定下降，但幅度不会非常剧烈。其他纸种，轻涂纸、双胶纸、书写纸、新闻纸和箱板纸未来供需基本平衡，盈利能力保持稳定。

2011 年和 2012 年多个项目建成投产

2010 年 12 月，寿光 9.8 万吨生活用纸一期 6 万吨生产线投产，二期 3.8 万吨预计 2012 年年中投产，品牌“星之恋”。目前产品已经销往市场，主要市场为山东、北京、天津和河北。为打开市场，目前主要生产卷筒纸等中低档产品，价格比竞争对手略低。公司进军生活用纸领域，从国内一线厂商中引进人才，帮助公司开拓销售渠道。公司认为，生活用纸需求稳定，毛利水平较高，正常可以达到 25-30%，公司具备原材料优势，只需未来在销售领域加强竞争力。公司还认为，未来存在进一步扩大生活用纸产能的可能性。

2011 年 4-5 月，寿光 80 万吨低克重铜版纸将投产。该生产线是公司第二条铜版纸生产线，主要生产 200 克重以下的低克重铜版纸。低克重铜版纸是铜版纸未来发展趋势，其重量轻，成本较高克重铜版纸低，而因技术难度高市场价格反而更高，因此属于高盈利能力产品。公司的低克重铜版纸未来将主攻酒标、烟标和杂志市场。

2011 年 5 月初，湛江纸及浆项目同时投产。45 万吨高档文化纸（主要生产双胶纸和静电纸）、70 万吨木浆生产线投产。70 万吨木浆为 45 万吨高档文化纸配套项目，其中 30 万吨为自用，40 万吨用于外卖。公司目前吨浆生产成本为 3500 元，市场不含税价格为 4900 元左右，毛利率高达 40%。

2012 年 5 月，寿光 60 万吨白卡纸投产。白卡纸近年来除博汇纸业 2010 年初投产的 45 万吨产能外，新增产能十分有限。而随着消费升级和物流活动的增大，市场需求保持较快增长，价格和盈利能力前景较好。公司的白卡纸主要用于烟草包装、化妆品包装和扑克牌等。

林木项目渐成气候

湛江规划 300 万亩速生林，目前自营含林权 70 万亩，剩下 230 万亩准备通过林场参股和与农户签订购销合同两种方式解决。按照规划，300 万亩速生林年产量刚好匹配 70 万吨木浆线所需原料，目前缺口部分将通过外购木屑和木片解决。湛江地区是我国林木主要产区，木屑资源丰富。

湖北黄冈和咸宁林地 160 万亩，全部为自营含林权。经过几年的种植，目前 70-80 万亩已经成林可产。

上调盈利预测

根据公司最新的产能投产进度，我们上调了 2011 年和 2012 年的产销量，因此上调 2011 年和 2012 年盈利预测至 0.71 元和 0.91 元。

估值与投资建议

2011 年和 2012 年，公司纸及浆产能增长在停滞了 4 年后重新迈入快速增长的两年，2012 年底公司各类纸总产能将达到 540 万吨，年均增长 30%，纸浆（含木浆和脱墨浆）产能将达到 330 万吨，年均增长 27%。除了纸及浆产能大幅增长外，林木业务也有较大进展，但这一点目前还没有受到市场关注。

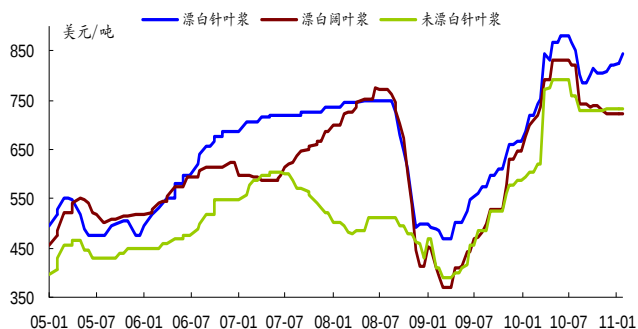
按照上调后盈利预测，A 股 2011 年市盈率 10.2x，市净率 1x，H 股 2011 年市盈率 7.7x，市净率 0.8x，B 股 2011 年市盈率 7.3x，市净率 0.7x。重申 A 股审慎推荐，H 股和 B 股推荐评级，目标价港币 10 元。

我们认为今年 3-4 月份股价将有较好表现，建议在该时间窗口到来前重点配置晨鸣纸业。原因有三：1) 多个项目在 4-5 月投产，包括寿光 80 万吨低克重铜版纸项目、湛江 70 万吨木浆和 45 万吨高档文化纸项目。2) 3 月 31 日公布年报并管理层路演，公司董事长携高管在年报后会在国内和国外路演，重点推介公司的新投产项目。3) 当前 A、H 和 B 股估值都处于较低水平，具备安全边际。

主要风险

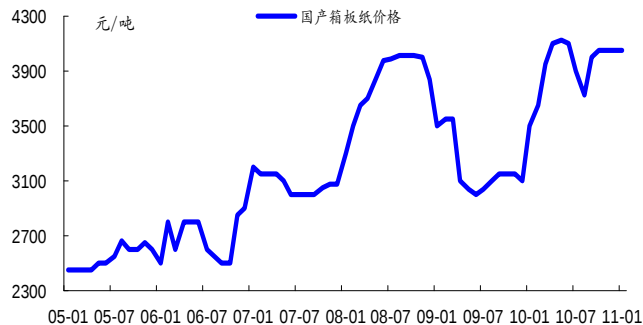
木浆价格快速大幅上涨；纸机投产时间低于预期；铜版纸产能集中释放，对市场的冲击超出我们预期。

图表 1: 进口纸浆价格走势



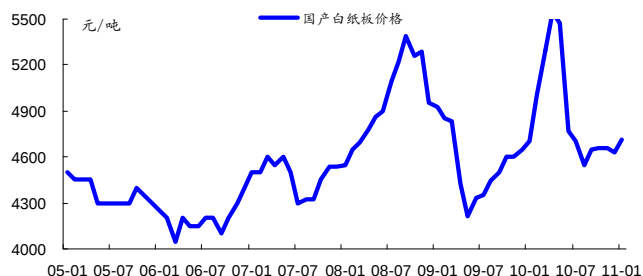
资料来源: RISI, 中金公司研究部

图表 4: 箱板纸价格走势



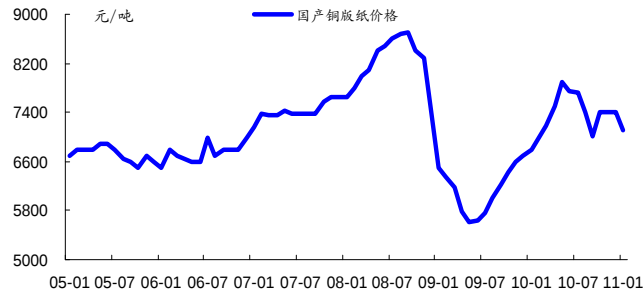
资料来源: 纸业联讯, 中金公司研究部

图表 2: 白卡纸价格走势



资料来源: 中国纸网, 中金公司研究部

图表 5: 铜版纸价格走势



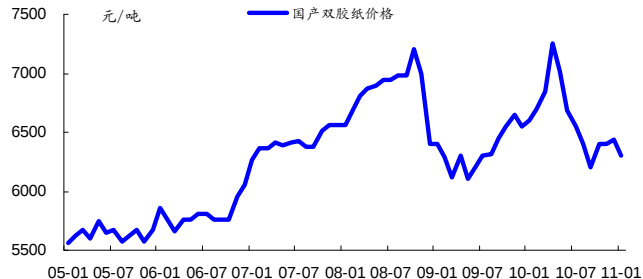
资料来源: 中国纸网, 中金公司研究部

图表 3: 新闻纸价格走势



资料来源: 中国纸网, 中金公司研究部

图表 6: 双胶纸价格走势



资料来源: 中国纸网, 中金公司研究部

图表 7: 原料及纸张价格一览

(元/吨)		最新价格	上周价格	涨跌幅度	上月同期价格	涨跌幅度	3个月前价格	涨跌幅度	去年同期价格	涨跌幅度
按周更新价格数据：最近一期日期为2011-01-20										
原材料	纸浆	6656	6624	↑ 0.5%	6609	↑ 0.7%	6569	↑ 1.3%	6110	↑ 8.9%
	废纸 (美元/吨)	253	251	↑ 0.4%	249	↑ 1.5%	246	↑ 2.7%	221	↑ 14.1%
	美废 (美元/吨)	272	270	↑ 0.4%	270	↑ 0.7%	268	↑ 1.2%	237	↑ 14.5%
	欧废 (美元/吨)	233	232	↑ 0.4%	227	↑ 2.4%	222	↑ 4.7%	205	↑ 13.3%
	日废 (美元/吨)	249	247	↑ 0.7%	244	↑ 2.1%	242	↑ 2.8%	217	↑ 14.7%
纸种	白板纸	5171	5131	↑ 0.8%	5171	-	5171	↓ 0.0%	4610	↑ 12.2%
	白卡纸	7089	7089	-	7006	↑ 1.2%	7025	↑ 0.9%	6840	↑ 3.6%
	铜版纸	6440	6440	-	6442	↓ 0.0%	6542	↓ 1.6%	6781	↓ 5.0%
	双股纸	6366	6366	-	6366	-	6366	-	6060	↑ 5.0%
按月更新价格数据：最近一期日期为2010-12-30										
纸种	岳阳湘江纸业牛皮纸	6819			6769	↑ 0.7%	6669	↑ 2.2%	6050	↑ 12.7%
	玖龙A级高级瓦楞纸	3600			3350	↑ 7.5%	3350	↑ 7.5%	2900	↑ 24.1%
	玖龙B级高级瓦楞纸	3500			3200	↑ 9.4%	3200	↑ 9.4%	2700	↑ 29.6%
	玖龙C级高级瓦楞纸	3375			3125	↑ 8.0%	3125	↑ 8.0%	2625	↑ 28.6%
	玖龙海龙牛皮箱板纸	4350			4200	↑ 3.6%	4200	↑ 3.6%	3825	↑ 13.7%
	玖龙地龙牛皮箱板纸	4200			4050	↑ 3.7%	4050	↑ 3.7%	3675	↑ 14.3%
	玖龙再生牛皮箱板纸	4000			3850	↑ 3.9%	3850	↑ 3.9%	3675	↑ 8.8%
	华泰新闻纸	4985			4814	↑ 3.6%	4814	↑ 3.6%	4850	↑ 2.8%

资料来源：纸业联讯，中金公司研究部

图表 8: 盈利预测及假设调整

(百万元)	2009A	2010E	2011E			2012E
			调整前	调整后	(+/-)	
主要产品产能(千吨)	3,240	3,240	4,588	4,588	-	4,588
主要产品销量(千吨)	3,192	3,205	3,300	3,915	↑ 18.6%	4,855
平均销售价格(含税价元/吨)	5,163	5,806	5,788	5,970	↑ 3.1%	6,174
机制纸销售收入	14,084	15,904	16,324	19,976	↑ 22.4%	25,620
营业收入	14,885	16,813	17,259	20,911	↑ 21.2%	26,582
纸制品销售成本	11,546	12,880	13,051	16,073	↑ 23.2%	20,565
营业成本	12,057	13,500	13,719	16,740	↑ 22.0%	21,252
毛利率	19.0%	19.7%	20.5%	19.9%	↓ 0.6%	20.1%
净利润	836	1,163	1,393	1,458	↑ 4.7%	1,883
每股收益 (元)	0.41	0.56	0.68	0.71	↑ 4.7%	0.91

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 主要假设

	2009	2010E	2011E	2012E
产销量 (千吨)	3,192	3,205	3,915	4,855
轻涂纸	327	350	400	400
双胶纸	462	462	662	912
书写纸	96	103	103	103
箱板纸	226	260	260	260
铜版纸	644	601	1,001	1,401
新闻纸	508	500	500	500
白卡纸	419	419	419	769
其它纸品	510	510	510	510
 平均售价 (含税 元/吨)	 5,163	 5,806	 5,970	 6,174
轻涂纸	5,721	6,407	6,471	6,471
双胶纸	5,319	6,010	6,071	6,071
书写纸	4,933	5,278	5,331	5,331
箱板纸	3,083	3,607	3,643	3,643
铜版纸	5,610	6,340	5,833	5,716
新闻纸	4,104	4,433	4,521	4,521
白卡纸	5,252	6,565	6,893	7,100
其它纸品	6,045	6,528	6,659	6,725
 毛利率	 19.0%	 19.7%	 19.9%	 20.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 历史与预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,165	15,530	14,885	16,813	20,911	26,582
营业成本	-12,074	-12,557	-12,057	-13,500	-16,740	-21,252
主营利润	3,090	2,973	2,827	3,313	4,171	5,330
销售费用	-783	-706	-775	-807	-1,004	-1,276
管理费用	-531	-561	-726	-723	-899	-1,143
EBIT	1,656	1,600	1,293	1,743	2,218	2,844
D&A	1,043	1,159	1,277	1,336	1,408	1,484
EBITDA	2,699	2,759	2,569	3,078	3,626	4,328
财务费用	-392	-287	-313	-370	-438	-475
公允价值变动净收益	30	3	18	20	22	24
投资净收益	-9	-23	-16	-	-	-
营业利润	1,285	1,293	983	1,393	1,803	2,394
营业外收入	232	274	202	238	238	238
营业外支出	-28	-12	-11	-12	-11	-12
税前利润	1,489	1,555	1,173	1,619	2,029	2,621
所得税	-271	-296	-219	-291	-365	-472
归属于母公司所有者的净利润	968	1,075	836	1,163	1,458	1,883
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	1,324	1,934	1,639	3,613	2,525	2,746
投资活动现金流净额	-977	-1,504	-2,134	-6,062	-2,563	-2,052
融资活动现金流净额	-513	1,661	178	865	-2,296	-2,114
货币资金增加额	-170	2,074	-320	-1,585	-2,334	-1,420
资产负债表 (百万元)						
货币资金	741	2,853	2,893	920	(1,381)	(2,755)
应收款项	3,533	2,862	4,315	3,777	4,697	5,971
存货	1,744	3,398	2,227	2,404	2,981	3,785
流动资产	6,598	9,728	10,541	8,327	7,793	8,870
长期投资	96	93	81	81	81	81
固定资产	13,243	14,213	13,530	13,587	13,326	13,000
无形资产和其他资产	15,413	16,571	17,672	22,426	23,631	24,266
流动负债	7,367	8,195	7,065	7,400	8,009	8,579
长期负债	4,063	4,083	6,411	7,908	6,655	5,940
总负债	11,431	12,278	13,476	15,308	14,664	14,519
股东权益	10,581	14,022	14,737	15,445	16,760	18,617
负债和权益	22,011	26,299	28,213	30,753	31,424	33,136
财务指标						
主营业务利润率	20.4%	19.1%	19.0%	19.7%	19.9%	20.1%
息税前利润率	10.9%	10.3%	8.7%	10.4%	10.6%	10.7%
净利率	6.4%	6.9%	5.6%	6.9%	7.0%	7.1%
净资产收益率	11.1%	8.8%	6.4%	8.6%	10.0%	11.6%
总资产收益率	4.5%	4.5%	3.1%	3.9%	4.7%	5.8%
总资产负债率	51.9%	46.7%	47.8%	49.8%	46.7%	43.8%
净资产负债率	76.4%	40.8%	47.3%	69.9%	69.1%	62.4%
流动比率	0.9	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.8	1.2	0.8	0.6	0.6
应收帐款周转期	85.0	67.3	105.8	82.0	82.0	82.0
存货周转期	52.7	98.8	67.4	65.0	65.0	65.0

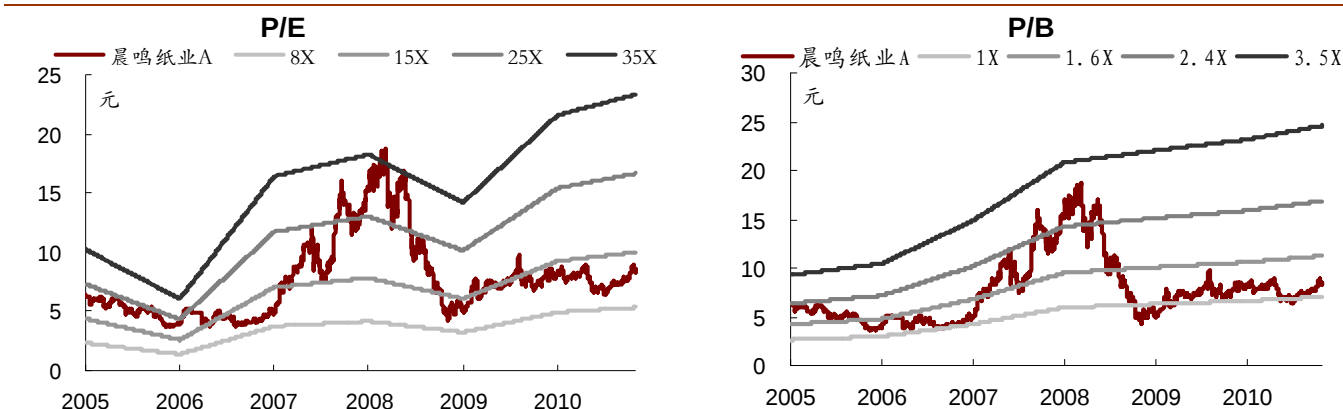
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价	P/E			P/B			ROE		
			2011-1-25	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000488.SZ	晨鸣纸业	CNY	7.2	17.7	12.7	10.2	1.1	1.1	1.0	6.4%	8.6%	10.0%
600308.SH	华泰股份	CNY	9.1	5.4	43.8	17.4	1.0	1.0	0.9	18.1%	2.2%	5.3%
600966.SH	博汇纸业	CNY	7.2	18.1	19.8	11.4	1.3	1.2	1.1	7.0%	6.1%	9.7%
002511.SZ	中顺洁柔	CNY	35.1	50.8	44.9	36.9	13.0	2.7	2.6	25.5%	6.1%	7.0%
中金覆盖A股平均值				23.0	30.3	19.0	4.1	1.5	1.4	14.3%	5.7%	8.0%
中金覆盖A股中位数				17.9	31.8	14.4	1.2	1.1	1.1	12.6%	6.1%	8.3%
002078.SZ	太阳纸业	CNY	10.3	21.7	14.9	12.6	3.5	2.1	1.9	16.0%	14.0%	14.8%
002067.SZ	景兴纸业	CNY	6.3	77.9	22.2	17.7	1.4	1.4	1.2	1.9%	6.1%	7.0%
600567.SH	山鹰纸业	CNY	5.2	47.2	21.2	18.2	1.8	1.6	1.5	3.7%	7.4%	8.0%
600963.SH	岳阳纸业	CNY	8.2	73.4	31.0	18.6	2.3	1.8	1.7	3.1%	5.8%	9.0%
600235.SH	民丰特纸	CNY	8.2	20.3	22.8	18.2	2.3	n.a	n.a	11.3%	n.a	n.a
000815.SZ	美利纸业	CNY	5.5	212.5	n.a	47.5	1.8	n.a	n.a	0.8%	n.a	n.a
002235.SZ	安妮股份	CNY	11.9	52.0	66.2	21.7	5.0	n.a	n.a	9.6%	n.a	n.a
600356.SH	恒丰纸业	CNY	10.0	18.4	20.1	16.1	1.7	n.a	n.a	9.2%	n.a	n.a
600069.SH	银鸽投资	CNY	7.8	132.3	78.2	86.9	3.2	n.a	n.a	2.4%	n.a	n.a
600189.SH	吉林森工	CNY	9.0	241.0	65.6	42.2	2.2	n.a	n.a	0.9%	n.a	n.a
A股市场平均值				83.9	53.4	33.2	14.7	1.4	1.3	7.2%	7.2%	9.1%
A股市场中位数				47.9	22.8	18.2	2.2	1.4	1.2	6.4%	6.1%	9.0%
2689.HK	玖龙纸业	HKD	11.14	25.6	20.2	14.7	3.0	2.3	1.9	11.9%	11.3%	13.3%
2314.HK	理文纸业	HKD	5.62	84.6	13.9	14.1	3.0	2.5	2.2	3.6%	18.1%	15.5%
1812.HK	晨鸣纸业	HKD	6.58	14.3	10.0	7.6	0.9	0.9	0.8	6.4%	8.6%	10.0%
2002.HK	阳光纸业	HKD	2.10	17.6	16.8	4.2	0.6	0.6	0.5	3.4%	3.4%	11.7%
1044.HK	恒安国际	HKD	61.35	35.3	29.7	22.2	8.3	7.3	6.3	23.5%	24.5%	28.2%
中金覆盖H股平均值				35.5	18.1	12.5	3.2	2.7	2.3	9.8%	13.2%	15.7%
中金覆盖H股中位数				25.6	16.8	14.1	3.0	2.3	1.9	6.4%	11.3%	13.3%
3868.HK	群星纸业	HKD	2.70	10.8	11.3	10.1	1.4	1.7	1.5	13.1%	14.6%	15.2%
3331.HK	维达国际	HKD	7.85	18.0	19.0	14.5	3.4	3.0	2.6	19.1%	15.7%	17.9%
2268.HK	优源国际	HKD	4.10	n.a	15.0	9.2	n.a	2.7	2.2	n.a	18.2%	23.5%
H股市场平均值				28.5	15.2	10.6	2.1	1.9	1.7	9.6%	12.9%	15.3%
H股市场中位数				17.8	15.0	10.1	2.2	2.3	1.9	9.2%	14.6%	15.2%
IP US	国际纸业	USD	28.8	18.6	14.2	10.6	2.1	1.9	1.7	11.1%	13.2%	15.7%
KMB US	金佰利	USD	64.0	14.2	13.8	12.8	4.9	4.7	4.5	34.9%	34.1%	35.1%
3893 JP	日本制纸	JPY	2,166.0	n.a	10.7	16.0	0.6	0.6	0.6	n.a	5.3%	3.5%
3861 JP	王子制纸	JPY	393.0	n.a	16.0	12.7	0.9	0.9	0.8	n.a	5.6%	6.6%
其他市场平均值				16.4	13.7	13.1	2.1	2.0	1.9	23.0%	14.5%	15.2%
其他市场中位数				16.4	14.0	12.8	1.5	1.4	1.3	23.0%	9.4%	11.2%
所有市场平均值				63.6	37.0	24.4	10.6	1.8	1.6	9.2%	11.0%	12.9%
所有市场中位数				21.7	19.4	14.7	2.1	1.6	1.5	7.0%	8.6%	10.8%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 12: 历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED