



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月1日

机械

研究部

吴慧敏

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080209070098

wuhm@cicc.com.cn

审慎推荐

柳工 (000528.CH)

业绩高增长, 预期再提升

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,638	9,268	10,183	15,366	22,560	28,807
(+/-%)	40%	21%	10%	51%	47%	28%
毛利	1,467	1,460	2,102	3,384	4,964	6,364
(+/-%)	57%	0%	44%	61%	47%	28%
净利润	573	340	866	1,544	2,247	2,851
(+/-%)	59%	-41%	155%	78%	46%	27%
每股收益 (元)	0.76	0.45	1.15	2.06	2.99	3.80
(+/-%)	59%	-41%	155%	78%	46%	27%
市盈率 (倍)	57.0	96.0	37.7	21.1	14.5	11.4
市净率 (倍)	14.0	12.4	8.0	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA (倍)	13.3	13.2	9.2	5.0	2.4	2.9
净资产收益率 (%)	24.6%	12.9%	21.1%	18.3%	22.3%	23.5%
股息收益率 (%)	1.2%	0.3%	1.3%	2.6%	3.8%	4.8%

股票信息

当前股价	人民币 43.50
股票代码	000528.SZ
日成交量 (百万股)	10.51
52周最高价/最低价	人民币 40.85/17.58
市值 (百万元)	24,463
发行股数 (百万股)	750
其中: 流通股 (百万股)	650
主要股东 (持股比例)	广西柳工集团有限公司 (34.86%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000528.SZ	1.37	21.27	12.06	17.57
深证A指	-0.11	9.44	-0.95	0.40
机械行业指数	-4.37	-9.08	-7.55	-10.41

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

近来事件

01/28/2011 柳工 (000528): 走在前进的大路上

2010 业绩高增长:

柳工 2010 年实现营业收入 153.7 亿元, 同比增长 50.9%, 归属母公司净利润 15.4 亿元, 同比增长 78.3%, 对应每股收益 1.82 元;

正面:

- 收入高增长, 核心产品市场地位领先:** 受益于 4 万亿政策拉动, 公司各产品销售均实现大幅增长, 且核心产品装载机、挖掘机、压路机、起重机市场份额分别为 20.3%、3.8%、12.0% 和 6.1%, 位居行业第 2、11、3、3 位;
- 毛利率显著回升:** 公司 2010 年毛利率同比提升 1.3 个百分点至 22.4%, 主要受益于销量高增长带来的规模效应、2010 年初核心产品装载机的提价及高毛利新产品的高增长;
- 公司公告分红派息方案:** 以 2010 年末总股本为基数, 按每 10 股派 5 元 (含税) 进行分配, 资本公积金按每 10 股转 5 股转增股本;

负面:

- 装载机市场份额有所下降:** 2010 装载机市场份额小幅下滑至 20.3%, 位居行业第二位, 且龙工、厦工等竞争对手市场份额提升较快;

上调盈利预测

我们小幅上调公司 2011、2012 年盈利预测 10%, 分别至 22.5 和 28.5 亿元, 分别同比增长 45.5% 和 26.9%, 对应每股收益 2.99 和 3.80 元;

估值和投资建议

当前股价下, 公司对应 2010、2011 年 PE 估值水平分别为 14.5 和 11.4 倍。我们认为, 2010 年非公开增发完成后, 公司逐步进入产能扩张期, 挖掘机、起重机等产品将有望成为公司的新增长点, 我们看好公司的长期发展前景, 仍维持“审慎推荐”的投资评级;

投资风险

2011 年宏观调控超出市场预期, 原材料价格大幅上升带来毛利率压力;

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010 年业绩高增长

柳工 2010 年实现营业收入 153.7 亿元，同比增长 50.9%，归属母公司净利润 15.4 亿元，同比大幅增长 78.3%，对应每股收益 1.82 元。

收入大幅增长

主要受益于 2009 年四万亿刺激政策的逐步落实，公司 2010 年收入实现大幅增长。其中：

分产品来看，公司核心产品装载机销量增长 36.0%；略低于行业平均增速，新型产品挖掘机、起重机、压路机、叉车销量分别同比增长 90.0%、63.7%、63.4%和 95.1%，实现快速增长；

分地区来看，公司国内实现收入 140.0 亿元，同比增长 51.4%；实现海外收入 13.1 亿元，同比上升 49.6%。

图表 1：公司分板块收入及增速情况

营业收入（百万元）	2009	占比%	2010	占比%	YoY %
土石方机械	8,146	80.5%	11,911	77.8%	46.2%
其他工程机械及配件	1,978	19.5%	3,153	20.6%	59.4%
融资租赁业务	n.a	n.a	248	1.6%	n.a

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：公司各 2010 年销量均大幅增长

	2009	2010	YoY %
装载机	32,410	44,075	36.0%
挖掘机	3,325	6,317	90.0%
起重机	1,305	2,137	63.7%
压路机	1,879	3,070	63.4%
叉车	2,663	5,196	95.1%

资料来源：公司数据，工程机械工业协会

图表 3：主要产品市场占有率位居行业前列

主要产品	市场占有率	销售量行业排名
装载机	20.34%	2（销售收入排名第1）
挖掘机	3.81%	11
压路机	12.00%	3
起重机	6.08%	3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：公司分地区收入及增速

营业收入（百万元）	2009	占比%	2010	占比%	YoY %
境内	9,246	91.3%	13,999	91.4%	51.4%
境外	877	8.7%	1,313	8.6%	49.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司毛利率继续回升

公司 2010 年毛利率达 22.4%，同比小幅提升 1.3 个百分

点，主要来自于：

- 1) 公司核心产品销量大幅增加，规模效应逐步显现；
- 2) 公司于 2010 年初装载机小幅提价；
- 3) 高毛利新产品起重机、挖掘机实现高增长；

图表 5：土石方机械毛利率大幅上升

毛利（百万元）	2009	占比%	2010	占比%	YoY %
土石方机械	1,796	84.6%	2,844	82.8%	58.4%
其他工程机械及配件	327	15.4%	433	12.6%	32.6%
融资租赁业务	n.a	n.a	160	4.6%	n.a
毛利率	2009		2010		YoY change
土石方机械	22.0%		23.9%		1.8%
其他工程机械及配件	16.5%		13.7%		-2.8%
融资租赁业务	n.a		64.5%		
综合毛利率	21.1%		22.4%		1.3%

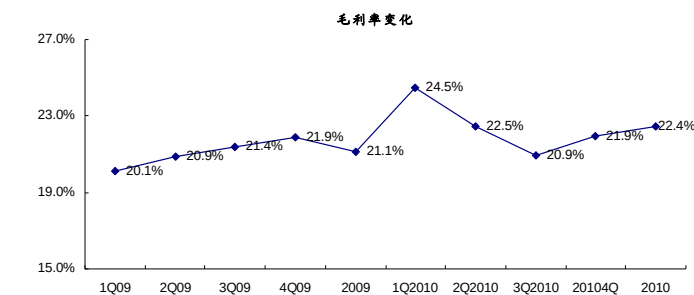
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6：出口、内销毛利率均有所提升

毛利（百万元）	2009	占比%	2010	占比%	YoY %
境内	1,995	94.0%	3,201	93.1%	60.5%
境外	128	6.0%	237	6.9%	85.5%
毛利率	2009		2010		YoY change
境内	21.6%		22.9%		1.3%
境外	14.5%		18.0%		3.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：公司总体毛利率水平继续回升

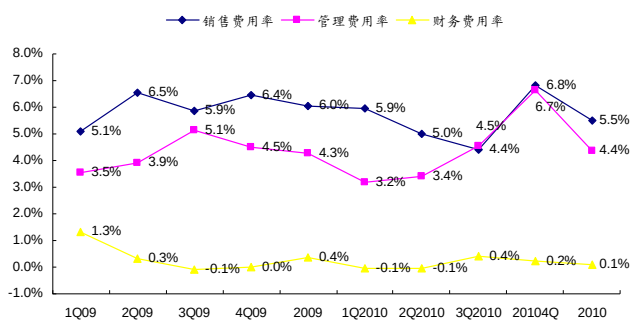


资料来源：公司数据，中金公司研究部

三项费用率大幅下降

三项费用率上看，公司销售费用率及财务费用率下降 0.5 和 0.3 个百分点至 5.5%和 0.1%，主要源于销售成本管理的提升，而财务费用率下降的主要原因为可转债部分转股后应计利息减少。管理费用率与 2009 年基本持平。

图表 8：公司三项费用率同比下降

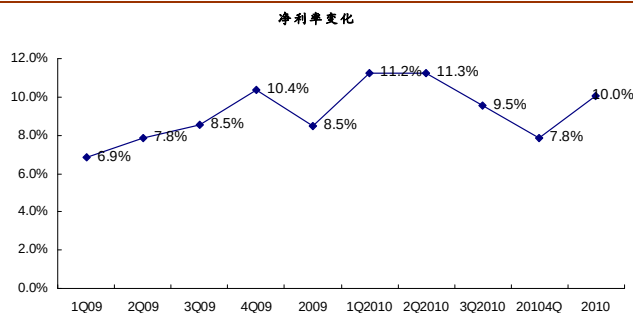


资料来源：公司数据，中金公司研究部

净利率同比上升

2010 年全年净利率水平为 10.0%，比 2009 年提高 1.5 个百分点，来源于毛利率及管理效率的提升；

图表 9：公司净利率率同比上升



资料来源：公司数据，中金公司研究部

公告 2010 年分红派息方案

公司公告 2010 年分红派息方案，以 2010 年末总股本为基数，按照每 10 股派 5 元（含税）进行分配，资本公积金按每 10 股转 5 股转增股本，公司现金分红比例达 24.3%。

图表 10：公司历年来利润分配情况

分红年度	现金分红金额(含税)(万元)	分红年度合并报表中归属于上市公司股东的净利润(万元)	占合并报表中归属于上市公司股东的净利润的比率(%)	利润分配方案(每10股派现或公积金每10股转增)
2010年	37,508.07	154,254.79	24.32%	派5元,转增5股
2009年	19,504.84	86,569.43	22.53%	派3元
2008年	5,049.82	34,004.37	14.85%	派1元,转增2股
2007年	21,260.53	56,571.00	37.58%	派4.50元
最近三年累计现金分红金额占最近年均净利润的比例(%)				77.59%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

非公开增发完成，助力长期发展

1 月 20 日，柳工公告完成增发，发行价格 30 元，发行股数 1 亿股，募集资金 30 亿元，募集资金将主要用于投资年产 10,000 台的工程机械项目、大吨位汽车/履带

起重机、液压元件研发制造基地等项目。

我们认为，柳工作为装载机行业的龙头，此次募集资金用于挖掘机、起重机、液压元件等产品的产能扩张，有助于弥补其过去依赖单一产品的不足，增强综合竞争力，最终向国内及全球行业龙头迈进。

图表 11：产能扩张有序进行中

项目	新增产能	内部收益率
年产10,000台工程机械项目	挖掘机10,000台	17.22%
大吨位汽车、履带起重机项目	起重机5,000台	31.40%
柳工工程机械液压元件研发制造基地项目	液压元件59.3万套(件)	16.22%
柳工北部工程机械研发制造基地项目	装载机5,000台、推土机3,000台	22.77%
中恒国际租赁有限公司增资项目	每年新增销售收入1.38亿元，净利润3,708万元	

资料来源：公司公告

波兰收购项目海外战略意义重大

2010 年 11 月 18 日，柳工公告了收购波兰 HSW 公司的计划，2011 年 1 月 27 日，该收购项目取得新进展，公司公告与波兰 HSW 公司签订了初步收购协议，柳工以 2.28-6.05 亿元的价格收购 HSW 公司下属工程机械事业部（Division I）及旗下全资子公司 Dressta100%的股权，交易标的 2010 年 9 月 30 日净资产折合人民币约 2.25 亿元，对应收购 PB 为 1.01~2.69 倍。

我们认为，短期内，此项收购涉及的资金规模及利润贡献都相对较小；但是，通过收购，柳工可以获得 HSW 的知识产权和商标，并以此为平台在欧洲市场建立高效的研发、采购、生产、营销及配件服务网络，将东欧市场建设成柳工第二本土市场，有助于其加速推进国际化战略进程。

上调盈利预测

我们小幅上调公司 2011、2012 年盈利预测 10%，分别为 22.5 和 28.5 亿元，分别同比增长 45.5%和 26.9%，对应每股收益 2.99 和 3.80 元；

估值和投资建议

当前股价下，公司对应 2010、2011 年 PE 估值水平分别为 14.5 和 11.4 倍。我们认为，2010 年非公开增发完成后，公司逐步进入产能扩张期，挖掘机、起重机等产品将有望成为公司的新增长点，我们看好公司的长期发展前景，仍维持“审慎推荐”的投资评级；

投资风险

宏观调控紧缩超出预期，原材料价格大幅上涨带来成本压力；

图表 12: 2010 年业绩分析

(人民币百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	2010	业绩简评
营业收入	2,209	2,780	2,301	2,893	10,183	3,461	4,697	3,593	3,615	15,366	受益国家四万亿投资的滞后效应、保障性住房 和出口复苏, 公司收入大幅增长
(YoY growth)	-10.2%	-12.0%	14.0%	77.0%	9.9%	56.7%	68.9%	56.2%	24.9%	50.9%	
(QoQ growth)	35.2%	25.9%	-17.2%	25.7%		19.6%	35.7%	-23.5%	0.6%		
营业成本	-1,764	-2,200	-1,809	-2,259	-8,032	-2,613	-3,643	-2,842	-2,822	-11,920	
主营业务税金及附加	-7	-19	-12	-10	-48	-17	-27	-11	-7	-62	
毛利	437	561	481	623	2,102	830	1,027	741	786	3,384	毛利率同比改善
(YoY growth)	6.3%	4.4%	70.4%	171.6%	43.9%	90.0%	83.0%	54.3%	26.1%	61.0%	
(QoQ growth)	90.4%	28.4%	-14.4%	29.7%		33.2%	23.7%	-27.8%	6.0%		
销售费用	-112	-181	-135	-186	-615	-205	-234	-159	-246	-845	
管理费用	-78	-108	-118	-130	-435	-110	-160	-163	-241	-673	
财务费用	-29	-9	2	0	-36	2	3	-14	-8	-17	
投资收益	1	1	-4				0	10	21	30	
公允价值变动	0	0	0				0				
资产减值损失	-39	-3	1				0	-9	76	66	
营业利润	180	261	226	306	972	467	629	406	311	1,813	
(YoY growth)	5.9%	-3.5%	794.9%	467.0%	154.6%	159.7%	141.4%	79.9%	1.6%	86.5%	
(QoQ growth)	n.a.	45.0%	-13.5%	35.6%		52.6%	34.8%	-35.5%	-23.4%		
利润总额	186	265	234	348	1,032	469	638	415	335	1,857	
归属于母公司所有者的净利润	151	218	196	300	866	389	529	343	283	1,544	
(YoY growth)	8.6%	-4.3%	799.4%	711.7%	154.6%	157.0%	142.5%	74.5%	-5.6%	78.3%	
(QoQ growth)	n.a.	44.0%	-28.5%	52.6%		29.7%	35.9%	-35.1%	-17.4%		
总股本 (百万股)	650	650	650	650	650	650	650	650	650	750	
摊薄每股收益	0.23	0.34	0.30	0.28	1.15	0.52	0.81	0.53	0.44	2.06	
毛利率	20.1%	20.9%	21.4%	21.9%	21.1%	24.5%	22.5%	20.9%	21.9%	21.9%	
销售费用率	5.1%	6.5%	5.9%	6.4%	6.0%	5.9%	5.0%	4.4%	6.8%	5.5%	销售费用率和财务费用率有所下降
管理费用率	3.5%	3.9%	5.1%	4.5%	4.3%	3.2%	3.4%	4.5%	6.7%	4.4%	
财务费用率	1.3%	0.3%	-0.1%	0.0%	0.4%	-0.1%	-0.1%	0.4%	0.2%	0.1%	
营业利润率	8.1%	9.4%	9.8%	10.6%	9.5%	13.5%	13.4%	11.3%	8.6%	11.8%	
净利润率	6.9%	7.8%	8.5%	10.4%	8.5%	11.2%	11.3%	9.5%	7.8%	10.0%	
营业收入占全年比例	21.7%	27.3%	22.6%	28.4%	100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
归属于母公司净利润占全年比例	17.5%	25.2%	22.7%	34.6%	100.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 13：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,638	9,268	10,183	15,366	22,560	28,807
主营业务利润	1,467	1,460	2,102	3,384	4,964	6,364
销售费用	466	598	615	845	1,263	1,584
管理费用	297	391	435	673	1,015	1,296
财务费用	27	108	36	17	15	99
资产减值损失	13	19	44	66	60	50
投资收益	8	37	0	30	6	4
营业利润	670	382	972	1,813	2,617	3,338
营业外收入	14	39	63	52	26	10
营业外支出	9	9	3	7	8	5
利润总额	675	412	1,032	1,857	2,635	3,343
所得税费用	101	70	165	308	382	485
归属于母公司所有者净利润	573	340	866	1,544	2,247	2,851
少数股东权益	-1	-2	-1	-1	-1	-1
现金流量表 (百万元)						
经营活动现金流净额	298	-583	1,538	687	2,741	3,320
投资活动现金流净额	-279	-577	-494	-889	-3,682	-1,797
融资活动现金流净额	-64	1,617	56	3,141	-775	-839
资产负债表 (百万元)						
货币资金	388	879	2,000	4,922	3,213	3,904
应收票据	319	234	620	310	1,128	1,440
应收款项	578	788	1,012	1,403	2,051	2,619
其他应收款	24	38	71	146	226	288
预付账款	182	99	217	417	677	864
存货	1,715	2,437	2,228	4,013	5,835	7,442
一年内到期的非流动资产	0	0	734	2,489	2,986	3,584
流动资产	3,206	4,476	6,881	13,700	16,115	20,141
固定资产	637	952	1,293	1,770	4,258	4,999
在建工程	199	312	196	336	709	677
长期应收款	0	19	551	1,914	2,297	2,756
无形资产	183	308	400	550	551	540
投资性房地产	0	3	3	3	3	3
商誉	1	21	21	20	16	13
长期待摊费用	0	1	6	3	5	6
递延所得税资产	42	70	93	143	171	205
非流动资产合计	1,075	1,797	2,684	4,895	8,198	9,425
资产总计	4,281	6,272	9,565	18,595	24,313	29,566
短期借款	194	1,293	1,229	1,921	2,021	2,021
应付票据	450	630	1,414	2,721	4,376	5,582
应付账款	914	542	1,567	2,786	4,376	5,582
预收账款	56	76	72	130	214	274
应付职工薪酬	27	9	11	11	12	14
应交税费	4	36	88	-28	100	100
其他应付款	267	355	671	1,410	2,101	2,679
其他流动负债	0	6	0	0	5	5
流动负债合计	1,916	2,946	5,051	9,199	13,215	16,267
长期借款	0	34	199	616	616	671
应付债券	0	621	0	0	0	0
专项应付款	11	4	3	4	4	5
递延所得税负债	2	6	7	11	13	15
其他非流动负债	0	9	198	300	360	433
非流动负债合计	14	674	406	931	994	1,124
负债合计	1,930	3,621	5,457	10,130	14,209	17,391
股本	472	472	650	750	750	750
储备和未分配利润	1,859	2,171	3,449	7,696	9,329	11,392
外币报表折算差额	1	-3	-2	-3	-3	-3
归属于母公司股东所有者权益合计	2,333	2,640	4,097	8,443	10,077	12,139
少数股东权益	19	12	11	22	28	35
所有者权益合计	2,352	2,652	4,108	8,465	10,105	12,175
负债和权益	4,281	6,272	9,565	18,595	24,313	29,566
财务指标						
毛利率	19.2%	15.8%	20.6%	22.0%	22.0%	22.1%
净利率	7.5%	3.7%	8.5%	10.0%	10.0%	9.9%
息税前利润率	9.2%	5.6%	10.5%	12.2%	11.7%	11.9%
净资产收益率	24.6%	12.9%	21.1%	18.3%	22.3%	23.5%
总资产收益率	13.4%	5.4%	9.1%	8.3%	9.2%	9.6%

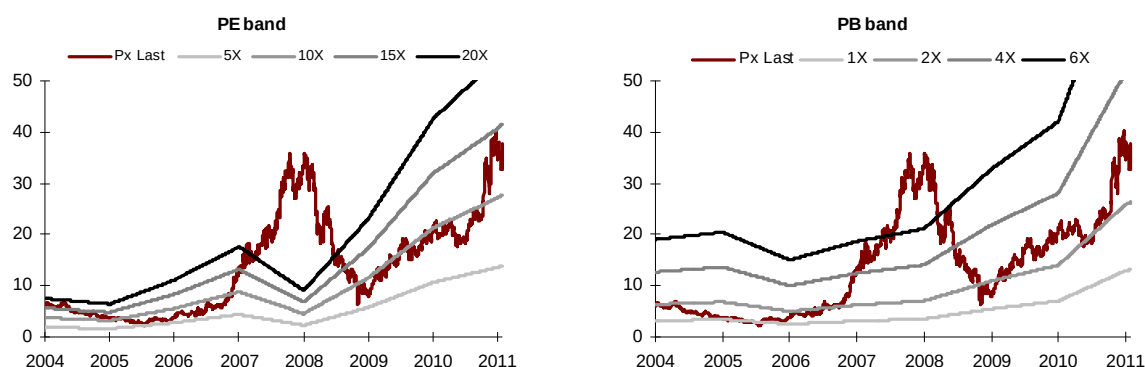
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14: 可比公司估值

公司名称	股票代码	货币	股价 11-2-28	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率			市净率		
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E
工程机械													
三一重工	600031 CH Equity	RMB	25.2	19,413	0.39	1.16	1.55	65.0	21.6	16.3	16.9	10.8	7.4
中联重科-A	000157 CH Equity	RMB	15.2	13,692	0.40	0.73	1.01	38.0	20.9	15.1	12.2	3.3	2.7
中联重科-H	1157 HK Equity	HKD	17.9	13,692	0.45	0.86	1.24	39.3	20.7	14.4	12.6	3.3	2.5
徐工机械*	000425 CH Equity	RMB	56.9	8,927	1.69	2.64	3.21	33.7	21.5	17.7	13.4	4.9	3.7
柳工	000528 CH Equity	RMB	43.5	4,966	1.15	2.06	2.99	37.7	21.1	14.5	8.0	6.2	3.4
龙工*	3339 HK Equity	HKD	4.4	2,396	0.21	0.40	0.50	20.5	10.9	8.7	4.3	3.1	2.3
山推股份*	000680 CH Equity	RMB	22.0	2,538	0.56	1.12	1.36	39.5	19.5	16.2	5.2	4.0	3.2
厦工股份*	600815 CH Equity	RMB	16.9	2,006	0.14	0.76	0.93	124.2	22.4	18.2	6.9	4.2	3.3
山河智能	002097 CH Equity	RMB	16.8	1,075	0.26	0.51	0.63	65.5	32.9	26.5	5.3	4.7	4.1
安徽合力	600761 CH Equity	RMB	20.3	1,102	0.31	1.00	1.30	64.9	20.2	15.6	3.4	2.9	2.4
天业通联	002459 CH Equity	RMB	31.6	822	0.47	0.82	1.14	66.6	38.4	27.6	17.1	4.1	3.7
平均值								53.9	21.2	16.3	9.6	5.3	3.8
中值								39.4	21.0	15.9	7.4	4.1	3.2
煤炭机械													
天地科技*	600582 CH Equity	RMB	26.2	4,030	0.70	0.82	1.03	37.4	32.0	25.5	7.1	7.0	5.5
郑煤机	601717 CH Equity	RMB	45.4	4,837	0.90	1.30	1.80	50.4	35.0	25.2	21.2	6.4	5.3
三一国际	631 HK Equity	HKD	10.7	2,861	0.27	0.43	0.62	40.0	24.7	17.2	4.7	3.9	3.2
国际煤机	1683 HK Equity	HKD	5.7	951	0.20	0.30	0.44	28.5	18.8	13.0	9.8	2.0	1.8
山东矿机*	002526 CH Equity	RMB	26.4	1,074	0.28	0.45	0.73	94.9	58.8	36.2	15.2	4.3	3.9
林州重工*	002535 CH Equity	RMB	35.5	1,106	0.28	0.48	0.80	127.0	74.5	44.1	19.4	10.2	8.6
ERA*	8043 HK Equity	HKD	0.8	569	0.02	0.03	0.06	33.4	24.4	12.2	19.9	3.3	2.6
尤洛卡*	300099 CH Equity	RMB	117.0	736	1.17	1.34	2.10	100.3	87.1	55.8	36.9	6.7	5.9
平均值								64.0	44.4	28.7	16.8	5.5	4.6
中值								45.2	33.5	25.3	17.3	5.3	4.6
机床													
昆明机床	600806 CH Equity	RMB	13.0	874	0.41	0.40	0.45	31.9	32.0	28.7	4.5	3.9	3.4
昆明机床-H	300 HK Equity	HKD	5.8	874	0.46	0.48	0.56	12.6	12.0	10.4	1.8	1.5	1.2
秦川发展	000837 CH Equity	RMB	16.2	862	0.27	0.41	0.51	61.2	39.6	31.8	6.2	5.5	4.8
平均值								35.2	27.9	23.6	4.2	3.6	3.2
中值								31.9	32.0	28.7	4.5	3.9	3.4
铁路设备													
中国南车	601766 CH Equity	RMB	8.2	14,434	0.14	0.23	0.34	57.6	35.4	23.9	5.6	5.0	4.3
中国南车-H	1766 HK Equity	HKD	8.6	14,434	0.16	0.27	0.42	53.6	31.5	20.5	5.2	4.4	3.7
中国北车	601299 CH Equity	RMB	8.3	10,445	0.16	0.23	0.35	52.2	35.4	23.4	3.3	3.1	2.8
南车时代*	3898 HK Equity	HKD	26.1	3,627	0.56	0.92	1.30	46.8	28.2	20.0	6.6	5.6	4.5
赛鼎电子*	580 HK Equity	HKD	1.7	305	0.03	0.06	0.13	53.8	28.1	13.4	9.0	3.2	2.6
平均值								52.8	31.7	20.3	5.9	4.3	3.6
中值								53.6	31.5	20.5	5.6	4.4	3.7
整体平均值								50.6	33.7	23.5	8.9	4.5	3.7
整体中值								42.8	28.5	20.9	6.6	4.2	3.4

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部; *公司使用 wind 一致预期

图表 15: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Bloomberg, 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