



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18日

化工

研究部

高峰¹

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210070001

gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

维持推荐

华鲁恒升 (600426.SH)

业绩略高于预期, 未来有望提升估值

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,444	3,998	4,738	5,043	7,190
(+/-)	20%	16%	19%	6%	43%
主营业务利润	749	795	621	901	1,348
(+/-)	26%	6%	-22%	45%	50%
净利润	377	425	254	511	846
摊薄每股收益(元)	0.76	0.86	0.51	0.80	1.33
(+/-)	16%	13%	-40%	57%	65%
市盈率	22.2	19.6	32.8	20.9	12.7
市净率	3.5	3.0	1.7	1.2	1.1
EV/EBITDA	11.9	10.8	11.2	7.8	5.2
净资产收益率	15.8%	15.4%	5.3%	7.1%	10.7%
ROCE	10.0%	8.9%	3.8%	5.6%	8.1%
现金分红收益率	0.6%	1.2%	0.6%	1.2%	1.8%
每股经营现金流(元)	1.2	1.0	0.5	3.0	2.3
股价/经营现金	13.6	16.4	32.4	5.6	7.5

股票信息

	A股
股票代码	600426 CH
当前股价	人民币16.84
目标价格	人民币23.00
日成交量(百万股)	9.04
52周最高价/最低价	人民币20.49/11.1
发行股数(百万股)	495.75
总市值(百万元)	8348.43
流通股(百万股)	495.75
主要股东(持股比例)	山东华鲁恒升集团有限公司(38.98%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600426.SH]	-3.77	+12.42	+12.72	+21.76
[上证A股指数]	-1.24	-1.02	+0.11	+3.18

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

¹报告贡献人: 高兵、王子欣

2010 年业绩略高于预期:

华鲁恒升公布了 2010 年年报。全年实现营业收入 47.38 亿元, 同比增加 18.51%, 利润总额 3 亿元, 同比减少 40.27%, 净利润 2.54 亿元, 同比减少 40.22%, 合每股收益 0.51 元, 略高于我们预期。公司 2010 年分配预案为按每 10 股送 5 股并派发现金红利 1 元(含税)。

正面:

► 醋酸和 DMF 景气度显著回升: 公司目前醋酸、DMF 产销两旺。BP 醋酸装置检修, 引发市场供应偏紧, 公司目前醋酸出厂价上调至 3400 元/吨。下游浆料需求旺盛, DMF 价格持续走高, 目前出厂价约为 6300 元/吨。预计 2011 年醋酸和 DMF 对业绩贡献将显著高于 2010 年。

► 2011 年公司 5 万吨合成尾气制乙二醇项目、16 万吨己二酸项目的建成, 将成为公司新的利润增长点。

负面:

► 受原材料价格上涨影响, 公司 2010 年主要产品毛利率同比下滑显著。

发展趋势:

煤气电等成本将推升尿素行业边际成本, 公司具备较强的成本优势。同时公司开始涉足乙二醇、己二酸等行业, 盈利和估值有望双重提升。

盈利预测和投资建议:

我们维持公司 11~12 年业绩预测分别为 0.80 元、1.33 元, 目前股价对应 PE 分别为 21.0 倍和 12.7 倍。维持“推荐”评级, 目标价 23 元。

风险:

- 1、煤化工产能过剩严重。
- 2、市场估值中枢下行。

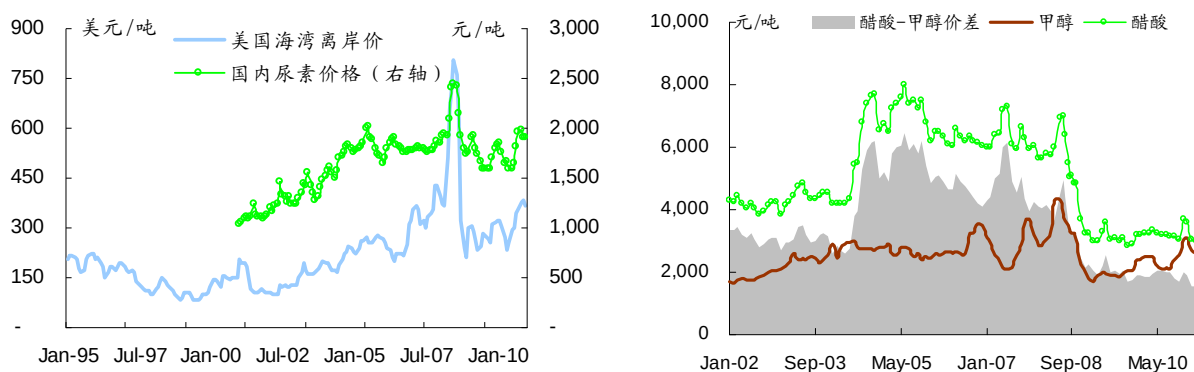
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：公司分季度业绩

(百万元)	季度数据										年度数据		
	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	QoQ	YoY	2010	2009	YoY
营业收入	865	1,024	998	1,112	1,147	1,136	1,074	1,381	-5.5%	7.6%	4,738	3,998	18.5%
营业成本	724	754	802	918	955	1,003	986	1,166	-1.7%	23.0%	4,110	3,198	28.5%
营业税金	2	0	1	1	1	2	2	1	-32.5%	14.6%	6	5	33.2%
毛利	139	270	195	192	191	131	86	214	-34.2%	-55.8%	621	795	-21.9%
营业费用	18	23	22	25	24	23	26	27	4.6%	10.6%	101	88	15.2%
管理费用	14	22	18	23	19	18	16	25	55.9%	12.2%	78	77	1.9%
财务费用	24	33	37	36	36	37	39	41	4.6%	14.4%	152	130	17.4%
营业利润	107	165	118	110	113	51	4	122	2774.6%	11.5%	290	500	-41.9%
税前利润	107	165	119	111	113	52	4	131	2981.9%	17.8%	300	502	-40.3%
所得税	14	28	18	18	17	8	1	20	2136.8%	11.9%	46	77	-40.6%
净利润	93	137	101	94	96	44	3	111	3203.0%	19.0%	254	425	-40.2%
每股收益 (元)	0.19	0.28	0.20	0.19	0.19	0.09	0.01	0.22	3203.0%	19.0%	0.51	0.86	-40.2%
财务比率	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	4Q 10	QoQ	YoY	2010	2009	YoY
毛利率	16.3%	26.4%	19.7%	17.4%	16.8%	11.7%	8.2%	15.6%	7.4%	-1.8%	13.3%	20.0%	-6.8%
营业利润率	12.4%	16.1%	11.8%	9.9%	9.8%	4.5%	0.4%	8.8%	8.5%	-1.0%	6.1%	12.5%	-6.4%
净利润率	10.8%	13.4%	10.1%	8.4%	8.4%	3.8%	0.3%	8.1%	7.7%	-0.4%	5.4%	10.6%	-5.3%
营业费用率	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.4%	2.0%	-0.5%	-0.2%	2.1%	2.2%	-0.1%
管理费用率	1.7%	2.1%	1.8%	2.0%	1.6%	1.6%	1.5%	1.8%	0.3%	-0.2%	1.7%	1.9%	-0.3%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：国际国内尿素价格（左）；甲醇醋酸价差图（右）



资料来源：中国资讯网，隆众价格网，中金公司研究部

图表 3：历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,444	3,998	4,738	5,043	7,190
毛利	749	795	621	901	1,348
营业费用	-95	-88	-101	-121	-187
管理费用	-57	-77	-78	-89	-112
财务费用	-125	-130	-152	-98	-61
营业利润	446	500	290	594	988
税前利润	450	502	300	603	998
所得税	-74	-77	-46	-92	-152
净利润	377	425	254	511	846
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	616	509	257	1,922	1,431
投资活动现金流净额	-1,063	-602	-866	-750	-250
融资活动现金流净额	531	112	2,359	1,613	-348
货币资金增加额	83	19	1,751	2,785	833
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,221	1,182	3,769	5,891	7,036
固定资产	3,745	4,738	4,953	5,210	4,969
流动负债	1,092	753	1,022	1,175	1,557
长期负债	1,740	2,667	3,233	3,033	2,833
股东权益	2,383	2,759	4,779	7,201	7,920
总资产	5,216	6,179	9,035	11,410	12,310
财务指标					
主营业务利润率	21.7%	19.9%	13.1%	17.9%	18.8%
息税前利润率	17.4%	15.8%	9.3%	13.7%	14.6%
净利润率	10.9%	10.6%	5.4%	10.1%	11.8%
净资产收益率	15.8%	15.4%	5.3%	7.1%	10.7%
总资产收益率	7.2%	6.9%	2.8%	4.5%	6.9%
总资产负债率	54.3%	55.3%	47.1%	36.9%	35.7%
净资产负债率	72.2%	81.5%	25.8%	-24.3%	-34.7%
流动比率	1.1	1.6	3.7	5.0	4.5
速动比率	0.8	1.2	3.3	4.7	4.2
应收帐款周转期	0.8	2.4	14.4	2.8	2.8
存货周转期	46.5	27.5	34.6	27.5	27.5
分红比例	13.2%	23.3%	19.5%	24.9%	22.5%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表4：中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	股价 2011-3-17	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
国内化肥公司															
云天化	600096 CH	CNY	25.35	193.5	41.7	26.5	15.9	3.4	3.2	3.0	2.6	18.3	12.1	10.0	8.0
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	57.77	36.1	40.1	20.1	18.4	14.7	11.5	8.6	7.1	19.9	24.1	12.4	12.3
四川美丰	000731 CH	CNY	7.10	25.8	35.3	23.4	18.4	2.1	1.9	1.8	1.8	n.a.	9.6	6.7	6.2
华鲁恒升	600426 CH	CNY	16.84	19.6	32.8	20.9	12.7	3.0	1.7	1.2	1.1	13.2	15.2	11.3	8.4
六国化工	600470 CH	CNY	14.35	59.6	32.8	24.6	24.2	3.0	2.8	2.6	2.5	36.8	17.7	14.1	13.6
冠农股份	600251 CH	CNY	25.39	200.9	61.2	35.8	22.0	11.2	9.5	7.5	5.8	281.4	666.9	621.5	297.2
建峰化工	000950 CH	CNY	7.88	27.9	35.7	24.1	18.3	1.3	2.0	1.9	1.8	15.7	19.9	10.4	7.7
玖源集团	827 HK	HKD	0.19	n.a.	12.7	4.6	4.5	1.3	1.1	0.9	0.7	65.9	8.8	3.9	3.7
中化化肥	297 HK	HKD	3.69	n.a.	21.6	13.8	10.0	1.9	1.7	1.5	1.3	n.a.	14.2	10.5	10.5
中海石油化学	3983 HK	HKD	6.10	25.1	19.5	12.8	12.2	2.6	2.3	2.0	1.7	13.6	11.3	8.3	7.5
平均				73.6	33.3	20.7	15.6	4.4	3.8	3.1	2.6	58.1	80.0	70.9	37.5
中间值				32.0	34.1	22.2	17.1	2.8	2.1	1.9	1.8	19.1	14.7	10.4	8.2
国内材料公司															
烟台万华	600309 CH	CNY	25.83	40.3	32.4	19.7	15.4	8.5	6.7	5.0	3.8	30.7	20.2	12.6	9.9
新安股份	600596 CH	CNY	13.57	31.3	27.6	16.5	13.9	2.3	2.3	2.1	2.0	19.1	13.2	9.0	8.0
*ST新材	600299 CH	CNY	12.84	n.a.	40.1	25.2	18.3	2.4	2.3	2.1	1.9	29.2	11.5	8.5	7.0
三爱富	600636 CH	CNY	20.72	1234.8	170.0	36.3	27.6	9.7	9.2	7.3	5.8	30.9	23.4	18.8	16.0
巨化股份	600160 CH	CNY	31.55	189.8	32.9	23.4	16.2	8.8	7.4	7.1	5.8	44.3	17.8	15.3	11.3
山西三维	000755 CH	CNY	13.69	603.1	70.6	36.6	18.0	3.0	2.8	2.6	2.3	26.1	24.1	17.6	11.4
沈阳化工	000698 CH	CNY	11.17	107.6	24.3	18.5	19.5	2.6	2.4	2.2	2.0	25.3	10.6	8.4	8.5
澄星股份	600078 CH	CNY	8.88	96.5	30.8	21.6	21.3	3.8	3.4	3.0	2.6	21.8	10.6	9.1	9.0
兴发集团	600141 CH	CNY	23.41	60.6	34.2	28.1	29.3	6.9	4.9	4.3	3.8	31.6	19.1	14.9	14.0
云维股份	600725 CH	CNY	10.13	66.5	33.7	25.4	19.8	2.6	2.4	2.3	2.1	21.5	13.3	10.3	8.8
丹化科技	600844 CH	CNY	15.73	n.a.	901.3	38.2	9.9	9.7	5.4	7.7	4.4	7576.3	389.3	15.3	5.7
丹科B	900921 CH	USD	1.17	n.a.	67.2	2.8	0.7	0.7	0.4	0.6	0.3	1365.3	70.2	2.8	1.0
烟台氨纶	002254 CH	CNY	35.89	53.6	37.3	25.4	20.7	3.8	5.5	4.9	4.3	33.4	18.8	13.5	11.3
普利特	002324 CH	CNY	38.65	54.3	51.9	38.2	26.0	5.2	4.9	4.5	4.0	45.5	48.6	29.9	20.2
中国玻纤	600176 CH	CNY	29.65	n.a.	61.5	22.7	15.6	10.4	8.9	3.5	3.0	28.7	13.1	11.3	9.5
平均				230.8	107.7	25.2	18.1	5.4	4.6	4.0	3.2	622.0	46.9	13.1	10.1
中间值				66.5	37.3	25.2	18.3	3.8	4.9	3.5	3.0	30.7	18.8	12.6	9.5

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表5：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率					市净率				EV/EBITDA			
				2011-3-16	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
国际化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	53.88	48.54	16.85	n.a.	14.13	7.43	5.00	n.a.	3.27	45.90	11.83	10.33	9.67	
Agrium	AGU CN	CAD	86.78	37.24	11.91	n.a.	12.13	2.97	2.12	n.a.	1.53	16.65	7.77	7.46	9.70	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	75.48	40.58	18.11	14.19	12.79	3.85	3.05	2.52	2.09	18.27	10.34	8.47	7.16	
Terra Industry	TRA US	USD	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	107.28	19.87	n.a.	n.a.	n.a.	14.05	n.a.	n.a.	n.a.	11.69	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	7.4379	49.16	0.00	n.a.	0.00	10.34	n.a.	n.a.	n.a.	28.08	14.42	10.99	8.05	
Yara	YAR NO	NOK	257.7	19.70	8.23	8.99	8.97	2.59	1.75	1.53	1.32	22.96	6.15	6.67	6.47	
K+S	SDF GR	EUR	49.795	85.85	13.86	11.56	11.15	4.55	3.10	2.68	2.38	20.80	7.64	7.64	7.64	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5414	24.95	17.93	n.a.	11.88	7.07	7.07	n.a.	5.15	4.63	3.56	2.74	2.48	
平均				40.74	12.41	11.58	10.15	6.61	3.68	2.25	2.62	21.12	8.82	7.76	7.31	
中间值				37.24	15.35	11.56	12.01	4.55	3.08	2.52	2.24	18.27	7.71	7.55	7.40	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	50.94	29.96	10.88	9.66	8.67	2.23	2.12	1.93	1.72	6.69	6.66	6.12	5.61	
BASF AG	BAS GR	EUR	54.36	35.30	9.02	8.41	8.24	2.86	2.15	1.91	1.72	7.61	5.27	4.91	4.80	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	35.16	109.88	13.18	10.47	8.24	2.44	1.73	1.54	1.33	15.00	7.34	6.51	5.45	
平均				58.38	11.03	9.51	8.38	2.51	2.00	1.79	1.59	9.77	6.42	5.85	5.29	
中间值				35.30	10.88	9.66	8.24	2.44	2.12	1.91	1.72	7.61	6.66	6.12	5.45	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2205	33.19	24.06	12.50	9.78	1.29	1.26	1.17	1.07	9.19	7.67	6.68	5.80	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	1001	58.47	8.75	8.43	8.72	1.55	1.26	1.12	1.01	7.00	4.52	4.31	4.36	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	77.79	12.39	19.51	16.81	15.15	1.35	0.98	0.96	0.93	5.53	3.86	3.57	3.33	
3M Co.	MMM US	USD	87.55	19.20	14.04	12.56	11.33	4.87	3.61	3.13	2.73	10.66	8.18	7.48	6.86	
平均				30.81	16.59	12.58	11.25	2.26	1.78	1.60	1.44	8.10	6.06	5.51	5.09	
中间值				26.19	16.77	12.53	10.56	1.45	1.26	1.15	1.04	8.09	6.09	5.49	5.08	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	18.95	18.76	14.13	11.70	9.86	1.72	1.57	1.48	1.40	24.22	14.53	13.37	12.71	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	3660	18.53	13.73	12.85	11.53	1.08	1.05	1.00	0.94	6.40	5.32	4.83	4.37	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	18.85	n.m.	6.18	5.72	5.74	n.m.	n.m.	12.08	4.13	6.46	3.38	3.27	3.41	
Cabot Corp	CBT US	USD	43.76	n.m.	13.86	12.76	12.26	2.52	2.05	n.a.	n.a.	14.97	6.43	5.96	n.a.	
平均				18.65	11.97	10.76	9.85	1.78	1.56	1.48	1.40	13.01	7.41	6.86	6.83	
中间值				18.65	13.80	12.23	10.70	1.72	1.57	1.48	1.40	10.72	5.87	5.40	4.37	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	14.05	n.m.	n.m.	19.71	342.68	1.28	2.91	3.21	n.a.	n.m.	7.93	5.27	n.a.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	251	n.m.	9.77	11.64	9.90	0.67	0.64	0.62	0.59	12.21	6.67	6.19	5.83	
Sunoco Inc	SUN US	USD	42.5	n.m.	22.87	16.07	13.12	1.94	1.60	1.48	1.37	11.85	7.43	6.32	5.72	
平均				n.m.	16.32	15.81	121.90	1.30	1.72	1.77	0.98	12.03	7.34	5.93	5.77	
中间值				n.m.	16.32	16.07	13.12	1.28	1.60	1.48	0.98	12.03	7.43	6.19	5.77	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

附表6：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
美国特殊化学品	22.3	14.1	12.4	11.2	4.3	3.4	2.9	2.5	11.2	7.7	7.1	7.5
美国大宗化学品	33.6	12.7	10.7	9.5	3.5	2.3	1.9	1.7	10.8	6.2	5.7	5.1
欧洲化工	35.2	11.8	10.6	9.8	3.6	2.3	2.4	1.9	11.4	6.6	6.1	5.7
日本化工	46.9	15.2	11.3	9.9	1.0	1.0	0.9	0.9	6.8	5.1	4.8	4.5
亚太化工	20.1	13.2	11.8	11.2	2.2	1.7	1.4	1.2	12.2	11.9	11.0	7.2
平均	32.0	13.3	11.4	10.3	2.8	2.1	1.9	1.6	10.4	7.3	6.8	5.7
中间值	22.5	13.4	11.0	10.2	2.2	1.8	1.5	1.3	10.0	6.5	6.0	5.6
分类别估值												
	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
多元化化工	27.5	13.5	10.8	9.9	1.9	1.5	1.3	1.1	10.2	8.7	8.2	5.3
工业气体	20.3	11.0	9.8	8.5	1.2	0.7	0.7	0.7	9.5	6.5	5.9	5.3
大宗化学品	31.1	12.8	11.1	9.9	3.1	2.1	1.9	1.6	11.3	6.4	6.0	5.6
特殊化学品	38.4	14.4	12.5	11.2	3.8	2.8	2.8	2.1	10.7	7.3	6.6	6.2
平均	32.0	13.3	11.4	10.3	2.8	2.1	1.9	1.6	10.4	7.3	6.8	5.7
中间值	22.5	13.4	11.0	10.2	2.2	1.8	1.5	1.3	10.0	6.5	6.0	5.6
流通市值分类估值												
	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
大盘公司	26.7	14.7	12.5	11.5	2.9	2.2	2.0	1.5	11.7	8.7	8.2	6.4
中盘公司	30.9	12.0	10.2	9.3	2.7	1.9	1.9	1.5	8.9	6.3	5.8	5.2
小盘公司	51.7	13.0	10.9	9.4	2.9	2.1	1.7	1.7	10.8	6.0	5.2	4.9
平均	32.0	13.3	11.4	10.3	2.8	2.1	1.9	1.6	10.4	7.3	6.8	5.7
中间值	22.5	13.4	11.0	10.2	2.2	1.8	1.5	1.3	10.0	6.5	6.0	5.6

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