



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 4 月 5 日

煤炭

研究部

蔡宏宇¹ CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010051
caihy@cicc.com.cn

维持审慎推荐

兖州煤业(600188.SH/01171.HK)

国际动力煤合同价大涨, 澳洲业务显著受益

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	26,353	21,500	34,844	44,710	49,092
(+/-%)	59%	-18%	62%	28%	10%
毛利润	12,553	8,987	15,559	18,943	21,001
(+/-%)	56%	-28%	73%	22%	11%
营业利润	8,644	5,406	12,104	11,537	12,898
(+/-%)	77%	-37%	124%	-5%	12%
净利润	6,324	3,880	9,009	8,587	9,592
(+/-%)	96%	-39%	132%	-5%	12%
每股盈利(元)	1.29	0.79	1.83	1.75	1.95
(+/-%)	96%	-39%	132%	-5%	12%
每股净资产(元)	5.40	5.77	7.47	8.62	9.96
(+/-%)	26%	7%	29%	15%	16%
每股股利(元)	0.40	0.25	0.59	0.61	0.68
市盈率(X)	25.8	42.1	18.1	19.0	17.0
市净率(X)	6.1	5.8	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA(X)	15.3	24.4	14.0	11.1	9.7
资产收益率	19.2%	6.2%	12.4%	10.9%	11.6%
净资产收益率	23.8%	13.7%	24.5%	20.2%	19.6%
ROCE (%)	32.0%	10.5%	19.5%	17.3%	17.5%
分红收益率	1.2%	0.8%	1.8%	1.8%	2.1%
每股经营现金流(元)	1.46	1.25	1.28	2.75	2.25
股价/每股经营现金流(X)	22.7	26.4	26.0	12.0	14.7

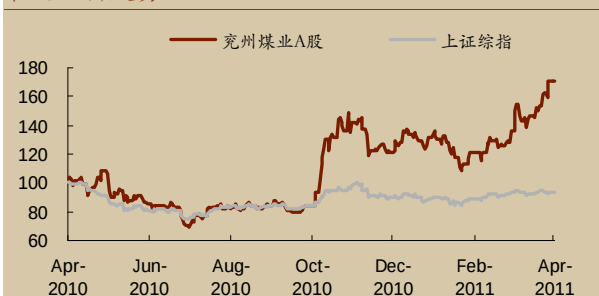
股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	1171.HK	600188.CH
当前股价	29.60	36.97
日成交量(百万股)	20.47	33.45
52周最高价/最低价	30/14.5	37.2/14.88
发行股数(百万股)	1,958.40	2,959.96
其中: 流通股(百万股)	1,958.40	359.96
主要股东(持股比例)	兖矿集团(52.86%)	

最近估值走势

涨跌幅 (%)	1周	1个月	3个月	年初至今
[600188.CH]	11.42	24.90	25.49	30.22
[上证指数]	-0.35	0.85	4.02	5.67

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近期事件

05/20/2011 2010 年度股东大会

公司近况:

4月1日全球最大的动力煤出口企业 Xstrata 与日本 Chugoku 电力公司签署了 2011-2012 财年动力煤合同价 (亚太地区动力煤合同标杆价), 该价格同比大涨 32.5%至 129.8 美元/吨, 高于我们预期的 20%的涨幅。兖煤 2011 年澳洲煤炭产量预计达 1100 万吨(其中 60%为动力煤, 约 650 万吨), 因此将显著受益。

评论:

公司在澳洲的动力煤全部以合同形式对外销售, 因此合同价上涨将提升盈利。根据公司指引, 2011 年兖煤澳洲产量预计为 1100 万吨, 占公司煤炭总产量的 22.9%; 其中动力煤产量约 650 万吨, 占公司总产量的 13.5%。由于澳洲生产的动力煤全部以合同形式销售给日韩台等国家和地区, 因此将显著受益于合同价上涨。

盈利预测假设:

小幅上调国际合同煤价和盈利预测。维持 2011 年自产煤销量增速 8.6%、国内现货价格上涨 8%、煤炭生产成本上升 10%、内销现货比例 76%的预测不变; 根据最新合同价将兖煤澳洲动力煤合同价格涨幅由 20%上调至 32.5%, 对应 2011 年 A/H 股 EPS 为 1.75 元和 1.82 元, 上调幅度分别为 3.9%和 3.8%。

估值与建议:

上调 H 股目标价至 33.3 港币。公司目前处于产量和储量的扩张期, 考虑到未来的巨大增长潜力和经济的继续复苏, 我们上调目标市盈率至 15.5 倍 (历史上兖州煤业扩张期 - 即 09 年下半年收购 Felix 阶段的 PE 中值), 对应目标价为 33.3 港币, 较目前股价有 12.5%的上涨空间。

前期走势与我们推荐一致, 估值仍有一定上涨动力。年初以来公司 A/H 股股价分别累计上涨 30.2%/24.6%, 与我们推荐一致。目前股价对应的 2011 年 A/H 股 PE 分别为 21.2 倍和 13.8 倍, 估值吸引力有所减弱, 但考虑到动力煤基本面继续改善 (国际煤价油价维持高位、大秦铁路检修、内蒙启动整合), 而公司具有良好的增长前景和成本控制能力, 估值仍有一定上升动力。维持审慎推荐的评级。

风险:

政府对煤价调控力度超预期; 煤炭行业资源税改革幅度超预期。

¹报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

图表 1: 兖州煤业盈利预测关键假设

主要假设	2009A	2010A	2011E	2012E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY	2012 YoY
原煤产量 (百万吨)	36.3	49.4	53.8	56.9	0.6%	36.1%	8.8%	5.7%
商品煤产量 (百万吨)	35.8	45.5	48.5	50.9	5.4%	27.3%	6.6%	4.9%
商品煤销量 (百万吨)	38.0	49.6	54.0	56.4	1.2%	30.6%	8.9%	4.4%
平均煤价 (元/吨)	507	663	737	772	-20.7%	30.8%	11.1%	4.8%
自产煤单位成本 (元/吨)	267	293	329	354	-4.4%	9.6%	12.4%	7.5%
煤炭销量 (百万吨)	38.0	49.6	54.0	56.4	1.2%	30.6%	8.9%	4.4%
吨煤毛利润 (元/吨)	240	371	408	419	-33.4%	54.2%	10.1%	2.6%
吨煤净利润 (元/吨)	105	167	186	192	-42.7%	59.9%	11.1%	3.4%
甲醇产量 (千吨)	199	367	500	610	847.6%	84.4%	36.2%	22.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 兖州煤业 H 股目标价

公司	彭博代码	目标价(港币)	目前价格(港币)	上涨空间	评级	估值方法
动力煤						
中国神华H	1088.HK	41.1	37.0	11.2%	推荐	历史P/E中值 (15倍P/E)
中煤能源H	1898.HK	13.7	10.6	29.2%	审慎推荐	历史P/E中值 (16倍P/E)
兖州煤业H	1171.HK	33.3	29.6	12.5%	审慎推荐	扩张期PE中值 (15.5倍P/E)
炼焦煤						
福山能源	639.HK	6.9	6.0	15.4%	审慎推荐	历史P/E中值 (16倍P/E)

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 3: 兖州煤业 A 股历史及预测的财务指标

利润表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	26,353	21,500	34,844	44,710	49,092
营业成本	13,491	12,220	18,906	25,100	27,357
营业税金及其他	397	428	517	667	734
营业费用	687	578	1,774	2,290	2,519
管理费用	2,967	3,156	3,798	4,902	5,393
财务费用	246	-162	-2,217	541	519
投资收益	75	112	131	328	328
营业利润	8,644	5,406	12,104	11,537	12,898
营业外收入	42	44	75	75	75
营业外支出	26	39	65	65	65
利润总额	8,660	5,411	12,114	11,547	12,907
所得税	2,322	1,505	3,101	2,935	3,280
归属母公司股东净利润	6,324	3,880	9,009	8,587	9,592
资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	9,695	12,293	10,790	21,905	26,991
应收账款	413	437	488	710	780
存货	823	886	1,646	1,755	1,919
长期投资	1,000	1,237	1,300	1,300	1,300
固定资产	9,392	17,080	18,333	16,929	15,374
无形资产	1,548	19,336	20,119	19,480	18,841
总资产	32,941	62,252	72,829	78,249	81,845
循环贷款	120	0	295	2,284	0
应付账款	854	1,307	1,517	1,979	2,164
预收账款	796	1,664	1,474	1,474	1,474
一年内到期的长期负债	95	1,620	329	329	329
流动负债	5,912	10,941	10,858	11,365	8,285
长期银行贷款	176	20,912	21,661	21,661	21,661
负债总额	6,177	33,793	36,021	36,393	33,367
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
归属母公司股东权益	26,565	28,358	36,722	42,407	48,993
少数股东权益	200	102	86	111	147
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动产生现金流	7,204	6,172	6,288	13,548	11,074
投资活动产生现金流	-3,437	-24,494	-6,374	-182	-232
融资活动产生现金流	-997	18,499	-1,759	-2,251	-5,755

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 煤炭公司历史估值比较 (6 个月 forward P/E)

上市以来 P/E	西山煤电	平煤股份	开滦股份	神火股份	兰花科创	国阳新能	兖州煤业 A	中国神华 A	中煤能源 A	兖州煤业 H	中国神华 H	中煤能源 H	福山能源
最高	67.8	44.2	42.8	41.1	55.6	36.7	39.1	80.2	50.6	18.8	44.9	51.9	66.5
最低	4.8	3.9	6.7	4.8	4.0	5.8	6.8	11.1	11.2	2.3	5.1	4.6	5.6
中值	19.3	18.3	18.4	17.5	15.3	13.8	18.9	16.9	20.9	9.1	14.9	18.4	15.3
平均值	21.3	19.3	19.3	18.0	16.9	14.8	20.1	21.6	22.9	8.6	16.5	19.7	19.4
目前水平	18.3	16.5	25.7	19.5	16.4	21.6	21.8	14.1	19.3	13.9	14.5	15.5	14.6
相对中值	-4.9%	-9.7%	39.8%	11.3%	7.2%	55.9%	15.2%	-16.8%	-7.5%	53.2%	-2.8%	-16.0%	-4.5%
相对均值	-14.0%	-14.1%	32.8%	7.9%	-3.3%	46.2%	8.2%	-34.8%	-15.4%	62.3%	-12.5%	-21.4%	-24.9%

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

A 股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 11-4-5	Upside	YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)																	
																			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
焦煤公司																																			
西山煤电*	推荐	86,248	27.37		3%	1.14	1.56	1.82	60%	37%	17%	24.1	17.6	15.0	3.76	4.54	5.45	7.3	6.0	5.0															
平煤股份*	审慎推荐	37,997	20.92		(1%)	1.30	1.53	1.68	68%	17%	10%	16.1	13.7	12.4	5.10	6.17	7.34	4.1	3.4	2.8															
开滦股份*	审慎推荐	24,520	19.86		(1%)	0.70	0.78	0.81	6%	11%	3%	28.2	25.4	24.7	4.67	5.34	6.03	4.3	3.7	3.3															
冀中能源		56,411	48.78		22%	2.19	2.59	2.89	58%	18%	12%	22.3	18.9	16.9	10.33	12.40	14.81	4.7	3.9	3.3															
煤气化		13,517	26.31		1%	0.46	0.75	1.23	(38%)	64%	64%	57.5	35.0	21.3	5.70	5.44	7.06	4.6	4.8	3.7															
盘江股份		41,365	37.49		15%	1.25	1.56	2.01	23%	25%	29%	30.0	22.1	18.6	5.59	6.22	7.30	6.7	6.0	5.1															
潞安环能		79,330	68.95		16%	2.99	3.36	3.93	63%	12%	17%	23.1	20.5	17.5	10.34	12.58	15.65	6.7	5.5	4.4															
中间值 - 焦煤									58%	18%	17%	24.1	20.5	17.5				4.7	4.8	3.7															
无烟煤公司																																			
兰花科创*	审慎推荐	22,922	40.13		(15%)	2.30	2.47	2.94	3%	7%	19%	17.4	16.2	13.6	11.46	13.43	15.64	3.5	3.0	2.6															
神火股份*	推荐	29,033	27.65		10%	1.10	1.67	2.33	93%	52%	39%	25.1	16.5	11.9	5.68	5.32	6.95	4.9	5.2	4.0															
国阳新能*	审慎推荐	64,767	26.93		(6%)	1.13	1.28	1.36	46%	14%	6%	23.9	21.0	19.8	3.05	3.69	4.38	8.8	7.3	6.2															
昊华能源			53.68		14%	2.05	2.62	3.09	50%	28%	18%	26.2	20.5	17.4	11.87	13.40	15.68	4.5	4.0	3.4															
中间值 - 无烟煤									48%	21%	19%	24.5	18.5	15.5				4.7	4.6	3.7															
动力煤公司																																			
中国神华*	推荐	594,071	29.62		20%	1.87	2.20	2.42	23%	18%	10%	15.8	13.4	12.2	9.90	11.30	12.87	3.0	2.6	2.3															
中煤能源*	审慎推荐	137,646	11.04		2%	0.52	0.67	0.92	4%	29%	37%	21.2	16.4	12.0	5.54	6.01	6.65	2.0	1.8	1.7															
兖州煤业*	审慎推荐	158,181	36.97		30%	1.83	1.75	1.95	132%	(5%)	12%	20.2	21.2	19.0	7.47	8.62	9.96	5.0	4.3	3.7															
伊泰B股		10,336	46.24		(1%)	3.45	n.a.	n.a.	60%	n.a.	n.a.	13.4	n.a.	n.a.	9.25	n.a.	n.a.	5.0	n.a.	n.a.															
大同煤业		33,976	20.30		(3%)	0.79	0.91	1.11	(12%)	15%	22%	25.8	22.4	18.3	5.19	5.53	6.65	3.9	3.7	3.1															
上海能源		21,212	29.35		4%	1.84	2.02	2.37	40%	10%	17%	16.0	14.5	12.4	8.31	n.a.	n.a.	3.5	n.a.	n.a.															
恒源煤电		19,205	43.80		(16%)	2.37	2.57	2.82	68%	8%	10%	18.5	17.1	15.5	12.49	14.44	17.06	3.5	3.0	2.6															
露天煤业		31,164	23.49		(8%)	1.10	1.33	1.57	49%	21%	18%	21.4	17.7	15.0	2.85	4.29	n.a.	8.3	5.5	n.a.															
郑煤集团		7,827	12.44		0%	0.21	0.25	0.32	17%	19%	26%	59.2	49.8	39.5	2.84	n.a.	n.a.	4.4	n.a.	n.a.															
国投新集		27,108	14.65		4%	0.68	0.85	1.20	51%	25%	41%	21.5	17.2	12.2	3.83	4.71	5.74	3.8	3.1	2.6															
安源股份		4,472	16.61		(6%)	0.16	1.04	1.18	23%	550%	13%	103.8	16.0	14.1	2.57	n.a.	n.a.	6.5	n.a.	n.a.															
福耀集团		3,465	19.48		(8%)	0.32	0.50	0.65	7%	56%	30%	60.9	39.0	30.0	2.44	n.a.	n.a.	8.0	n.a.	n.a.															
大有能源		4,376	34.33		1%	0.04	2.18	2.55	(77%)	5371%	17%	15.7	13.5	13.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.															
山煤国际		23,003	30.67		(11%)	1.01	1.53	2.05	1%	52%	33%	30.4	20.0	15.0	4.33	5.93	8.03	7.1	5.2	3.8															
平庄能源		16,482	16.25		6%	0.64	0.77	0.88	39%	20%	16%	25.4	21.2	18.4	3.61	n.a.	n.a.	4.5	n.a.	n.a.															
远兴能源		7,379	9.61		5%	0.14	0.20	0.52	(92%)	41%	164%	68.6	48.8	18.5	2.88	n.a.	n.a.	3.3	n.a.	n.a.															
中间值 - 动力煤									23%	21%	18%	21.4	17.7	15.0				4.4	3.4	2.6															
中间值 - A 股煤炭									39%	20%	18%	23.9	19.4	16.2				4.6	4.0	3.4															
H 股煤炭公司																																			
H 股煤炭公司		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 11-4-5		YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)																	
																			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E					
中国神华*	推荐	706,414	36.95	11.2%	13%	1.92	2.28	2.50	20%	19%	10%	16.8	13.7	12.5	9.97	11.50	13.24	3.2	2.7	2.3															
目标价			41.10																																
中煤能源*	审慎推荐	163,676	10.60	29.2%	(13%)	0.56	0.73	0.97	1%	29%	33%	16.4	12.4	9.3	5.58	6.14	6.89	1.7	1.5	1.3															
目标价			13.70																																
兖州煤业*	审慎推荐	188,094	29.60	12.5%	25%	1.89	1.82	2.03	125%	(4%)	11%	13.7	13.8	12.4	7.59	8.75	10.13	3.4	2.9	2.4															
目标价			33.30																																
福山能源* (HKD)	审慎推荐	32,176	5.98	15.4%	12%	0.34	0.44	0.47	60%	30%	9%	17.8	13.7	12.6	3.65	4.03	4.45	1.6	1.5	1.3															
目标价			6.90																																
恒鼎实业 (HKD)		14,477	7.02		7%	0.33	0.54	0.66	66%	66%	23%	21.6	13.0	10.6	3.38	3.73	4.20	2.1	1.9	1.7															
金山能源 (HKD)		4,419	0.19		(9%)	-0.05	0.01	0.02	n.a.	n.a.	53%	n.a.	13.0	8.5	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.															
中间值									60%	29%	17%	16.8	13.4	11.5				2.1	1.9	1.7															
国际可比公司																																			
国际可比公司		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 11-4-5		YTD	EPS(USD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(USD)			P/B(x)																	
																			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E					
综合性公司																																			
BHP Billiton	澳大利亚	245,160	49.02		5%	2.29	4.11	4.87	116%	80%	19%	20.8	11.6	9.7	10.10	11.22	14.50	4.9	4.4	3.4															
Rio Tinto	澳大利亚	143,248	88.78		1%	7.31	9.90	9.88	165%	35%	(0%)	11.8	8.7	8.7	29.73	38.56	46.40	3.0	2.3	1.9															
Anglo American	英国	43,415	52.96		(2%)	5.43	6.07	6.99	169%	12%	15%	6.0	5.4	4.7	25.50	32.85	38.84	2.1	1.6	1.4															
XSTRATA	瑞士	44,797	24.36		0%	1.61	2.76	2.96	544%	72%	7%	9.4	5.5	5.1	13.59	16.26	19.31	1.8	1.5	1.3															
中间值									167%	54%	11%	10.6	7.1	6.9				2.5	2.0	1.6															
印尼煤炭公司																																			
Bumi		7,669	0.37		6%	0.03	0.03	0.04	55%	36%	29%	14.8	10.9	8.4	0.12	0.14	0.20	3.2	2.6	1.8															
Adaro		8,672	0.27		(8%)	0.01	0.02	0.03	(20%)	134%	35%	34.1	14.6	10.8	0.07	0.08	0.10	4.0	3.3	2.8															
Indo Tambora		6,427	5.69		(3%)	0.18	0.45	0.55	(40%)	147%	23%	31.6	12.8	10.4	0.64	0.95	1.23	8.9	6.0	4.6															
Tambang Batubara		5,928	2.57		(3%)	0.10	0.18	0.22	(9%)	81%	19%	25.6	14.2	11.9	0.32	0.44	0.56	8.1	5.8	4.6															
中间值									(14%)	107%	26%	28.6	13.5	10.6	0.22	0.29	0.38	6.1	4.6	3.7															
美国煤炭公司																																			
Peabody		19,553	72.27		13%	2.88	4.98	6.09	71%	73%	22%	25.1	14.5	11.9	17.25	21.66	27.85	4.2	3.3	2.6															
Arch Coal		5,735	35.30		1%	0.98	2.52	3.71	250%	157%	47%	36.0	14.0	9.5	13.76	15.83	19.45	2.6	2.2	1.8															
Consol		11,975	52.93		9%	1.61	2.79	4.38	(46%)	73%	57%	32.9	19.0	12.1	13.02	16.27	20.56	4.1	3.3	2.6															
Massey		7,228	69.87		30%	-1.71	3.76	5.46	n.a.	n.a.	45%	n.a.	18.6	12.8	17.52	21.79	27.87	4.0	3.2	2.5															
Alpha		7,286	60.47		1%	0.80	4.59	6.02	25%	474%	31%	75.6	13.2	10.0	22.04	26.37	31.56	2.7	2.3	1.9															
中间值									48%	115%	45%	34.4	14.5	11.9				4.0	3.2	2.5															
澳大利亚煤炭公司																																			
澳大利亚煤炭公司		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 11-4-5		YTD	EPS(AUD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(AUD)			P/B(x)																	
																			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E					
Coal & Allied		11,174	129.06		4%	8.13	8.63	9.72	20%	6%	13%	15.4	14.5	12.9	17.52	22.88	28.24	7.1	5.5	4.4															
New Hope		4,408	5.31		6%	0.22	0.19	0.29	(91%)	(15%)	51%	23.0	27.1	17.9	2.77	2.93	3.08	1.9	1.8	1.7															
Energy Resources		1,584	8.31		(28%)	0.25	0.40	0.74	(83%)	64%	83%	32.7	20.0	10.9	4.99	5.38	5.73	1.6	1.5	1.4															
Aquila		3,766	10.06		(1%)	-0.10	-0.04	0.05	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	216.4	1.12	1.15	1.20	8.7	8.5	8.1															
Whitehaven		3,545	7.18		3%	0.24	0.18	0.44	(60%)	(24%)	136%	28.7	37.8	16.0	2.07	2.17	2.43	3.4	3.2	2.9															
中间值									(72%)	(4%)	67%	25.9	23.5	16.0				3.4	3.2	2.9															

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