



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4月8日

物流

研究部

任重

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010058

renzong@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

推荐

建发股份 (600153.SH)

业绩超预期, 基本面/政策面双重驱动

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	40,551	66,096	83,094	102,228
(+/-%)	9.0	63.0	25.7	23.0
净利润	1,064	1,755	2,237	2,791
(+/-%)	1.3	64.9	27.5	24.8
经常性损益净利润	994	1,812	2,246	2,810
(+/-%)	62.9	82.2	24.0	25.1
每股盈利(元)	0.48	0.78	1.00	1.25
每股经营现金流(元)	(0.13)	(2.06)	0.52	0.25
市盈率(X)	18.8	11.4	8.9	7.2
市净率(X)	4.3	3.3	2.5	1.9
EV/EBITDA	10.3	10.4	7.2	6.2
现金分红收益率(%)	2.8	1.1	1.4	1.8
净资产收益率(%)	22.9	29.0	27.9	26.7

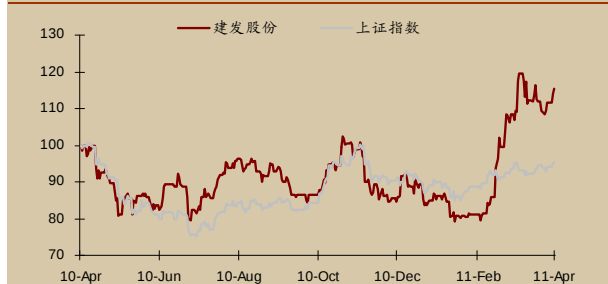
股票信息

	A股
当前股价	人民币8.92
股票代码	600153.CH
日成交量(百万股)	42.16
52周最高价/最低价	人民币9.58/6.11
总市值(百万元)	19,961
发行股数(百万股)	2,238
其中:流通股(百万股)	2,238
主要股东(持股比例)	厦门建发集团有限公司(46.38%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600153.CH]	+5.69	+5.56	+33.93	+36.18
[上证指数]	+2.73	+0.26	+5.96	+7.12
[中金A股工业综合指数]	+1.60	+0.58	+10.60	+12.76

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

2010 年业绩好于预期 8.5%:

收入同比大幅增长 63.0%至 661 亿元, 净利润同比增长 64.9%至 17.5 亿元, 对应每股收益 0.78 元, 好于我们预测 8.5%, 主要由于 2010 年四季度人民币升值加速, 带来年末汇兑损益大幅上升所致。公司每股派息 0.1 元, 派息率约为 13%。

正面:

- 贸易/经销/供应链业务快速增长, 收入增长 73.9%, 净利润贡献超过 9 亿元, 净利润率约为 1.5%, 好于行业平均水平;
- 房地产盈利水平大幅反弹, 低地价、高毛利的项目进入结算期, 2010 年综合毛利率高达 47.6%。

负面:

- 公司 2010 年经营净现金流量为 -46 亿元, 主要是由于房地产开发导致存货余额同比增加 108 亿元所致。

发展趋势:

- 贸易/经销/供应链业务迎来基本面和政策面双重机遇:
基本面上看, 十二五期间中国经济转型和产业升级将支持供应链管理服务发展, 我们看好建发股份的规模和渠道, 以及由传统贸易>专业代理服务>全程供应链管理的转型的潜质。
政策面上看, 最快将于 4 月底出台的《国内贸易发展规划(2011-2015)》国家级规划、将于上半年出台的《“十二五”现代服务业发展规划》以及贯穿十二五期间的增值税/营业税改革均将为贸易/经销/供应链业务的发展提供支持。

- 房地产业务进入集中结算期, 并将受益于海西经济区的发展: 公司土地储备 750 万平米, 2011 年计划竣工面积 80 万平方米左右。目前房产项目已经完成了 42.8 亿元预售, 覆盖 2011 年可结算收入约 51.3%。预计 2011 年近半数结算项目位于厦门市内, 将受益于海西经济区的进一步发展。

盈利预测调整:

我们分别上调公司 2011、2012 年每股盈利预测 8.5%和 7.4%至每股 1.00 元和 1.25 元, 对应 27.5%和 24.8%的同比增速。

估值与建议:

给予供应链运营业务 20 倍 2011 年市盈率, 对应每股价值 10 元; 房地产业务按照 2011 年末 NAV 打八折以反映调控风险, 每股价值在 3.8 元 (对应 7.5 倍 2011 年盈利)。按照分部加总法估值, 建发股份目标价上调至 13.8 元。公司 2011 年市盈率仅有 8.9 倍, 成长趋势清晰并且估值优势明显, 维持“推荐”评级不变。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2010 年业绩分析

(人民币百万元)	季度数据						年度数据			中金评论
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	2009	2010	YoY	
营业收入	12,661	16,714	16,371	20,350	24%	62%	40,551	66,096	63%	供应链运营业务收入大幅增长
营业成本	-11,402	-15,515	-15,166	-18,064	19%	59%	-36,942	-60,147	63%	供应链运营业务大幅增加
营业税金及附加	-96	-175	-210	-305	45%	75%	-521	-787	51%	
毛利润	1,162	1,024	995	1,981	99%	85%	3,089	5,161	67%	
毛利率	9.2%	6.1%	6.1%	9.7%			7.6%	7.8%		
销售费用	-331	-447	-456	-711	56%	34%	-1,311	-1,945	48%	销售费用增速低于收入增速
管理费用	-33	-30	-44	-135	208%	120%	-135	-242	80%	
财务费用	-90	-12	-37	28	-176%	-20%	-71	-111	56%	贷款大幅增加；四季度获得大量汇兑收益
投资收益	13	8	-23	88	-491%	371%	88	86	-2%	
利润总额	747	510	418	1,162	178%	129%	1,657	2,836	71%	
税前利润率	5.9%	3.0%	2.6%	5.7%			4.1%	4.3%		
所得税	-190	-103	-104	-297	184%	469%	-331	-694	110%	
少数股东权益	-108	-68	-38	-173			-262	-388		
净利润	448	339	275	692	152%	91%	1,064	1,755	65%	
净利润率	3.5%	2.0%	1.7%	3.4%			2.6%	2.7%		净利率略有提升，业绩略高于我们此前的预期
摊薄每股净利润（元）	0.200	0.151	0.123	0.309	152%	91%	0.475	0.784	65%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整

		2011E	2012E
营业收入	调整前	85,033	104,899
(人民币百万元)	调整后	83,094	102,228
	(+/-%)	(2.3)	(2.5)
营业成本	调整前	(77,483)	(95,591)
(人民币百万元)	调整后	(75,281)	(92,655)
	(+/-%)	(2.8)	(3.1)
财务费用	调整前	(349)	(290)
(人民币百万元)	调整后	(226)	(227)
	(+/-%)	(35.2)	(21.8)
净利润	调整前	2,063	2,600
(人民币百万元)	调整后	2,237	2,791
	(+/-%)	8.5	7.4
每股盈利	调整前	0.92	1.16
(人民币元)	调整后	1.00	1.25
	(+/-%)	8.5	7.4

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	37,217	40,551	66,096	83,094	102,228
减: 营业成本	-33,490	-36,942	-60,147	-75,281	-92,655
营业税金及附加	-805	-521	-787	-966	-1,148
毛利润	2,922	3,089	5,161	6,847	8,426
减: 营业费用	-975	-1,311	-1,945	-2,355	-2,908
管理费用	-126	-135	-242	-319	-381
财务费用	-22	-71	-111	-226	-227
加: 投资收益	98	88	86	95	104
营业利润	1,709	1,641	2,837	4,021	4,981
加: 营业外收支净额	52	15	-1	8	8
税前利润	1,761	1,657	2,836	4,029	4,989
减: 所得税	-286	-331	-694	-984	-1,221
少数股东损益	-425	-262	-388	-808	-976
净利润	1,050	1,064	1,755	2,237	2,791
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	1,790	1,899	2,654	2,424	2,309
应收账款	641	808	1,565	1,685	2,177
预付账款	2,232	4,665	4,830	6,856	9,193
存货	11,649	13,501	24,307	29,169	35,003
流动资产	17,277	22,073	35,498	42,435	51,558
长期股权投资	967	1,045	1,107	1,207	1,307
固定资产	1,123	397	352	433	510
在建工程	974	653	1,159	1,159	1,159
无形资产	515	212	223	218	213
总资产	22,677	26,886	41,282	48,545	57,986
短期借款	1,469	3,582	5,606	4,000	4,000
应付票据	1,598	4,449	3,299	5,595	7,709
应付账款	1,667	1,933	3,895	4,187	5,334
预收账款	3,645	3,613	7,589	9,107	10,929
应交税金	-7	139	501	551	607
其他应付款	1,264	1,406	1,849	2,673	3,221
长期借款	2,983	3,806	8,616	9,816	10,016
股东权益	5,853	4,647	6,059	8,011	10,447
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	349	-282	-4,604	1,166	563
投资活动现金流	-987	-1,208	-661	-300	-296
筹资活动现金流	-563	1,313	5,829	-1,096	-383
现金及现金等价物净增加额	-996	-185	691	-230	-116
主要经营和财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	7.9%	7.6%	7.8%	8.2%	8.2%
净利润率	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
资产收益率	4.6%	4.0%	4.3%	4.6%	4.8%
净资产收益率	17.9%	22.9%	29.0%	27.9%	26.7%
投入资本收益率	7.4%	7.5%	7.7%	9.0%	9.8%
资产负债率	70.1%	78.7%	81.7%	78.7%	76.3%
利息保障倍数 - 净利润 (x)	47.5	15.0	8.7	5.6	7.0
每股盈利 (元)	0.47	0.48	0.78	1.00	1.25
每股分红 (元)	0.25	0.25	0.10	0.13	0.16
每股净资产 (元)	2.62	2.08	2.71	3.58	4.67
每股经营现金流 (元)	0.16	-0.13	-2.06	0.52	0.25

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 盈利预测主要假设

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	66,096	83,094	102,228	128,088	161,294	198,381
YoY growth	63.0%	25.7%	23.0%	25.3%	25.9%	23.0%
供应链运营业务	59,986	74,459	92,633	115,494	144,298	180,646
YoY growth	73.9%	24.1%	24.4%	24.7%	24.9%	25.2%
房地产业务	4,937	7,345	8,176	11,034	15,280	15,846
YoY growth	1.7%	48.8%	11.3%	34.9%	38.5%	3.7%
其他业务	1,173	1,290	1,419	1,561	1,717	1,889
YoY growth	-1.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利润	5,161	6,847	8,426	11,134	14,372	16,613
毛利率	7.8%	8.2%	8.2%	8.7%	8.9%	8.4%
销售费用	(1,945)	(2,355)	(2,908)	(3,657)	(4,620)	(5,690)
销售费用率	2.9%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
管理费用	(242)	(319)	(381)	(477)	(604)	(716)
管理费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
财务费用	(111)	(226)	(227)	(233)	(215)	(189)
投资收益	86	95	104	115	126	139
有效税率	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 分部加总法估值测算

	估值方法	股权价值 (人民币百万元)	每股价值 (人民币元)
贸易及供应链业务	20x 2011年市盈率	22,400	10.0
房地产业务	每股NAV打八折	8,536	3.8
合计		30,936	13.8

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 贸易可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 11-4-7	市值 (百万美元)	PE				PB				ROE(%)				CAGR	PEG
					09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09-12	09A
A股上市公司																		
建发股份*	600153 CH Equity	RMB	8.92	3,051	18.8	11.4	8.9	7.2	4.3	3.3	2.5	1.9	22.9	29.0	27.9	26.7	38%	0.2
五矿发展	600058 CH Equity	RMB	37.23	6,100	149.6	68.1	42.1	33.3	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	65%	0.5
中化国际	600500 CH Equity	RMB	11.97	2,630	27.8	25.7	15.4	16.6	2.9	2.9	n.a.	n.a.	11.1	n.a.	n.a.	n.a.	19%	0.9
厦门国贸	600755 CH Equity	RMB	8.53	1,335	24.1	16.5	10.4	6.3	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	11.3	n.a.	n.a.	n.a.	57%	0.1
江苏国泰	002091 CH Equity	RMB	26.54	1,217	54.0	39.4	33.6	26.2	10.2	8.1	6.4	5.0	20.4	19.0	21.3	22.6	27%	1.0
中大股份	600704 CH Equity	RMB	17.51	1,175	27.8	16.5	13.6	10.1	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	13.4	n.a.	n.a.	n.a.	40%	0.3
东方创业	600278 CH Equity	RMB	11.52	563	39.8	26.8	15.2	9.9	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.	n.a.	59%	0.2
弘业股份	600128 CH Equity	RMB	15.50	585	111.5	59.6	34.4	26.7	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	61%	0.4
平均值					56.7	33.0	21.7	17.0	4.1	4.8	4.5	3.5	11.3	24.0	24.6	24.7	49%	0.3
中值					33.8	26.2	15.3	13.4	3.1	3.3	4.5	3.5	11.2	24.0	24.6	24.7	36%	0.4
H股上市公司																		
利丰	494 HK Equity	HKD	39.6	20,578	43.5	30.3	27.1	21.6	8.4	7.4	5.2	4.7	21.6	26.0	20.7	23.9	26%	0.8
华润创业	291 HK Equity	HKD	32.5	10,028	26.6	32.5	30.8	24.7	3.0	2.6	2.4	2.3	11.4	12.7	8.0	9.5	3%	9.5
大昌行集团	1828 HK Equity	HKD	8.8	2,063	22.3	16.6	11.8	9.4	2.9	2.5	2.1	1.8	13.8	19.7	18.4	19.9	34%	0.3
平均值					30.8	26.5	23.2	18.6	4.8	4.2	3.2	2.9	15.6	19.4	15.7	17.8	18%	1.0
中值					26.6	30.3	27.1	21.6	3.0	2.6	2.4	2.3	13.8	19.7	18.4	19.9	7%	3.0
国际上市公司																		
WW Grainger	GWV US Equity	USD	144.2	10,014	25.3	21.5	18.3	16.3	4.8	4.6	3.8	3.4	20.5	22.2	23.0	22.9	16%	1.0
Fastenal Co	FAST US Equity	USD	68.6	10,115	55.3	37.9	30.4	25.4	8.5	7.7	6.9	5.8	15.8	20.8	24.4	26.9	30%	0.9
三菱商事	8058 JP Equity	JPY	2,276	45,348	10.1	15.0	8.9	7.5	1.6	1.4	1.2	1.0	n.a.	9.6	13.3	14.7	10%	0.7
三井物产	8031 JP Equity	JPY	1,464	31,434	15.0	18.1	7.1	5.8	1.4	1.3	1.1	1.0	n.a.	7.5	16.2	18.0	37%	0.2
住友商事	8053 JP Equity	JPY	1,144	16,794	6.6	9.8	6.7	5.8	1.1	0.9	0.9	0.8	n.a.	10.0	13.1	14.0	5%	1.3
伊藤忠商事	8001 JP Equity	JPY	839	15,609	8.0	10.3	7.6	5.7	1.6	1.3	1.1	1.0	n.a.	13.5	14.2	17.1	12%	0.5
丸红株式会社	8002 JP Equity	JPY	585	11,936	9.1	10.7	7.4	5.9	1.8	1.4	1.3	1.1	n.a.	14.8	17.8	20.2	16%	0.4
丰田通商	8015 JP Equity	JPY	1,311	5,449	11.4	18.7	8.9	8.0	0.9	0.8	0.8	0.7	n.a.	4.4	8.6	9.1	13%	0.6
双日株式会社	2768 JP Equity	JPY	157	2,307	10.2	23.5	15.0	7.4	0.6	0.6	0.6	0.6	n.a.	2.6	3.4	7.6	11%	0.6
Samsung C&T	000830 KS Equity	KRW	71,000	10,187	34.0	23.0	25.0	20.7	1.4	1.5	1.4	1.3	5.0	7.2	5.9	6.6	18%	1.2
大宇国际集团	047050 KS Equity	KRW	39,150	3,690	31.7	38.2	18.9	16.8	2.8	2.6	2.3	2.1	10.1	7.0	13.3	13.2	24%	0.7
SK Networks	001740 KS Equity	KRW	12,500	2,849	59.5	16.8	11.0	8.7	1.0	1.0	0.9	0.8	1.9	6.7	10.1	9.8	90%	0.1
平均值					23.0	20.3	13.8	11.2	2.3	2.1	1.9	1.6	10.7	10.5	13.6	15.0	27%	0.4
中值					13.2	18.4	9.9	7.8	1.5	1.4	1.2	1.0	10.1	8.6	13.3	14.3	19%	0.4

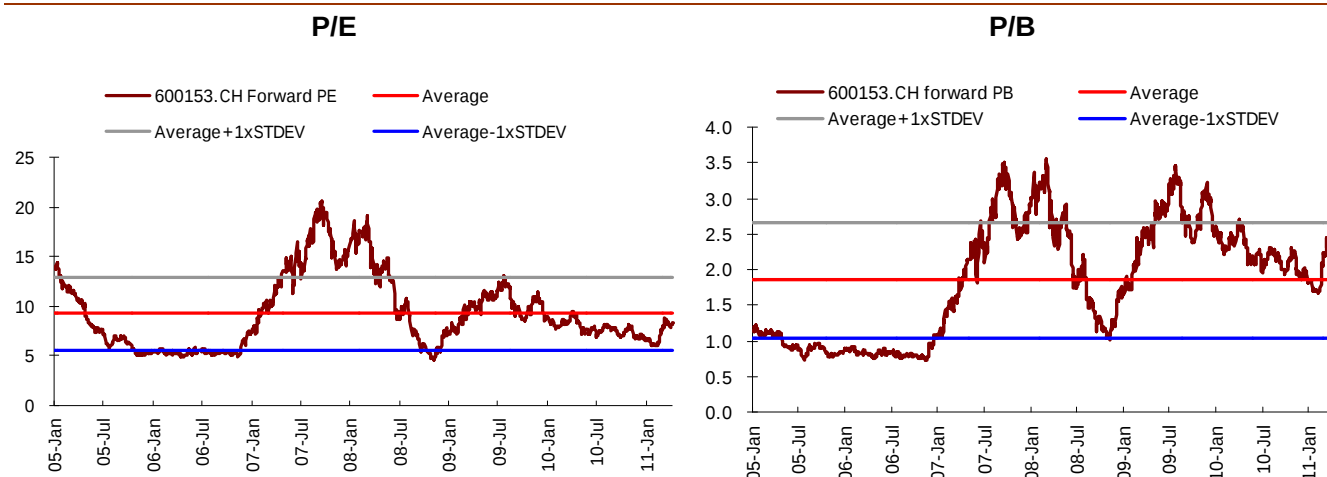
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部; 注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

图表 7: 物流行业可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价 11-4-7	市值 (百万美元)	09A	PE				09A	PB				ROE(%)			CAGR		PEG
						10E	11E	12E		10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09-12	09A		
A股上市公司																				
建发股份*	600153 CH Equity	RMB	8.92	3,051	18.8	11.4	8.9	7.2	4.3	3.3	2.5	1.9	22.9	29.0	27.9	26.7	38%	0.2		
外运发展*	600270 CH Equity	RMB	10.14	1,403	40.1	31.4	30.1	28.0	2.0	2.0	1.9	1.8	5.0	6.3	6.3	6.5	13%	2.2		
中储股份	600787 CH Equity	RMB	9.83	1,262	45.2	30.0	21.1	17.5	2.0	1.9	1.8	1.6	5.2	15.5	7.9	9.1	37%	0.5		
怡亚通	002183 CH Equity	RMB	12.15	1,033	87.9	35.4	27.6	21.3	5.1	4.7	4.2	3.8	6.1	11.0	14.3	15.9	60%	0.4		
保税科技	600794 CH Equity	RMB	14.26	466	46.8	33.3	27.2	23.5	8.5	n.a.	n.a.	n.a.	20.1	21.3	23.3	23.3	26%	0.9		
恒基达鑫	002492 CH Equity	RMB	18.85	346	51.7	44.5	36.5	26.8	9.7	4.6	3.9	3.5	20.7	10.1	9.8	11.5	25%	1.1		
澳洋顺昌	002245 CH Equity	RMB	17.18	479	84.0	39.2	27.8	22.5	7.6	n.a.	5.3	4.3	9.5	14.7	16.6	18.8	55%	0.4		
新宁物流	300013 CH Equity	RMB	14.20	195	48.5	47.0	37.4	36.5	4.1	n.a.	n.a.	n.a.	13.5	n.a.	n.a.	n.a.	10%	3.7		
长江投资	600119 CH Equity	RMB	8.99	422	212.4	89.9	n.a.	n.a.	4.5	4.3	n.a.	n.a.	2.5	4.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
飞马国际	002210 CH Equity	RMB	10.42	487	183.5	61.3	32.6	23.7	7.4	6.9	5.9	5.2	4.0	8.5	14.5	15.7	98%	0.2		
平均值					81.9	42.3	27.7	23.0	5.5	3.9	3.6	3.2	10.9	13.5	15.1	15.9	53%	0.4		
中值					50.1	37.3	27.8	23.5	4.8	4.3	3.9	3.5	7.8	11.0	14.4	15.8	29%	0.8		
H股上市公司																				
利丰	494 HK Equity	HKD	39.6	20,578	43.5	30.3	27.1	21.6	8.4	7.4	5.2	4.7	21.6	26.0	20.7	23.9	26%	0.8		
中国外运	598 HK Equity	HKD	1.88	1,028	16.6	9.9	7.5	6.3	0.8	0.7	0.7	0.6	5.0	7.7	9.1	10.2	38%	0.2		
深圳国际	152 HK Equity	HKD	0.68	1,432	11.0	8.6	6.9	6.6	1.4	1.0	1.0	1.1	14.5	9.8	10.9	9.6	19%	0.4		
平均值					23.7	16.2	13.8	11.5	3.5	3.0	2.3	2.1	13.7	14.5	13.6	14.6	27%	0.4		
中值					16.6	9.9	7.5	6.6	1.4	1.0	1.0	1.1	14.5	9.8	10.9	10.2	36%	0.2		
国际上市公司																				
普洛斯*	GLP SP Equity	SGD	2.01	7,327	29.4	24.8	24.4	21.1	3.6	3.2	1.2	1.1	12.1	12.9	4.7	5.1	12%	1.8		
UPS	UPS US Equity	USD	74.5	73,456	34.5	21.1	17.5	15.1	9.7	8.3	7.8	6.5	29.9	42.2	50.1	55.5	32%	0.5		
FedEx	FDX US Equity	USD	94.6	29,858	305.1	25.2	19.3	14.5	2.2	2.0	2.0	1.8	n.a.	8.2	10.5	13.0	176%	0.1		
CH Robinson	CHRW US Equity	USD	75.6	12,324	35.2	32.3	27.9	24.0	11.7	11.0	9.4	8.5	33.0	34.6	36.4	37.7	14%	1.8		
大和控股	9064 JP Equity	JPY	1,307	7,182	22.7	18.3	17.1	15.4	1.2	1.2	1.1	1.1	n.a.	6.6	6.6	6.9	14%	1.1		
三菱仓库	9301 JP Equity	JPY	914	1,888	24.8	27.6	22.2	19.3	0.9	n.a.	0.8	0.8	n.a.	n.a.	3.8	4.6	9%	2.2		
Glovis	086280 KS Equity	KRW	151,000	5,201	29.8	21.9	18.6	15.1	6.8	5.3	4.1	3.3	26.0	28.4	25.2	24.6	25%	0.6		
平均值					68.8	24.5	21.0	17.8	5.1	5.2	3.8	3.3	25.3	22.2	19.6	21.1	57%	0.3		
中值					29.8	24.8	19.3	15.4	3.6	4.2	2.0	1.8	28.0	20.6	10.5	13.0	25%	0.6		

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部; 注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

图表 8: 历史 P/E 和 P/B



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