



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6月21日

化工

研究部

高峰¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010038
gaozheng@cicc.com.cn

推荐

华鲁恒升 (600426.SH)

投资者策略会交流纪要

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	5,017	7,164
(+/-)	20%	16%	19%	6%	43%
主营业务利润	749	795	621	897	1,344
(+/-)	26%	6%	-22%	44%	50%
净利润	377	425	254	509	843
摊薄每股盈利(元)	0.76	0.86	0.51	0.80	1.33
(+/-)	16%	13%	-40%	56%	66%
市盈率	20.8	18.4	30.8	19.7	11.9
市净率	3.3	2.8	1.6	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.3	10.3	10.6	7.3	4.7
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%	8.0%
现金分红收益率	0.6%	1.3%	0.6%	1.3%	1.9%
每股经营现金流(元)	1.2	1.0	0.5	3.0	2.2
股价/经营现金	12.7	15.4	30.4	5.2	7.0

股票信息

	A股
股票代码	600426 CH
当前股价	人民币15.79
日成交量(百万股)	2.39
52周最高价/最低价	人民币18.99/11.1
发行股数(百万股)	635.75
总市值(百万元)	10038.49
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(30.39%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600426.SH]	-7.78	-3.00	+26.50	+19.09
[上证A股指数]	-2.80	-1.74	+6.44	+4.20

最近估值走势



资料来源: Wind 资讯、公司信息、中金公司研究部

¹报告贡献人: 高兵、王子欣

公司近况:

6月17日,华鲁恒升高管参加了中金公司组织的上市公司与投资者交流会。公司目前主要产品为尿素、DMF及醋酸等,2010年销售收入占比分别约为40%、25%及20%。主要产品产能为120万吨氨醇、130万吨尿素、23万吨DMF及35万吨醋酸等。

- **主要产品价格稳中有升:** 今年国内尿素价格稳中有升,目前出厂价已经达到2200元/吨左右,较年初1900元/吨左右上涨显著;醋酸价格由于南京赛拉尼斯装置停车,4月份曾暴涨至5000元/吨以上,但目前已经回落至3200元/吨,仍高于年初3000元/吨的价格。
- **公司作为煤头尿素生产商,成本优势显著:** 公司采用廉价的烟煤作为主要生产原料,其成本远低于以无烟块煤为原料的其他生产商,每吨的完全成本仅为1600元左右。
- **公司产品今年产销两旺:** 今年公司销售情况良好,开工率充足,未进行减产。各主要产品尿素、醋酸及DMF等产销两旺。
- **公司积极培育新的利润增长点:** 公司5万吨合成尾气制乙二醇项目预计今年3季度进行试车,16万吨己二酸项目预计在11月左右进行投产,公司盈利和估值有望获得双重提升。

估值与建议:

我们维持公司2011~12年业绩预测为0.80元、1.33元,目前股价对应PE分别为20倍和12倍。维持“推荐”评级。

风险:

- 1、化肥需求减少风险;
- 2、新项目投产进度低于预期;
- 3、市场估值中枢下行带来的系统性风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2011 年价量和单位毛利

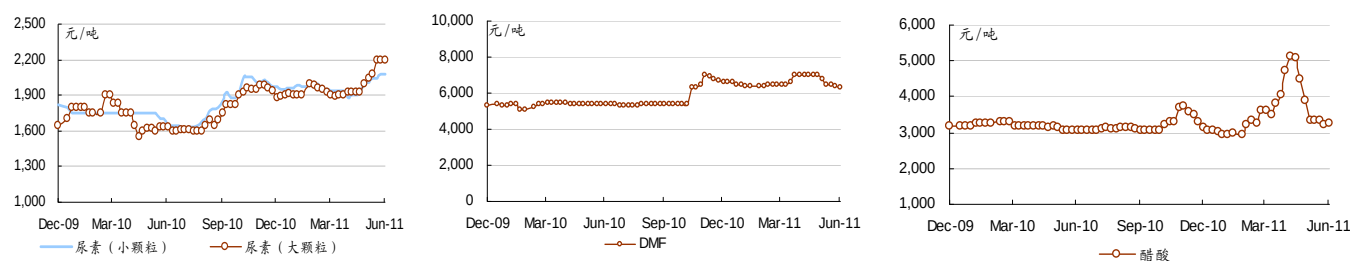
公司目前主要产品为尿素、DMF 及醋酸等，2010 年销售收入占比分别约为 40%、25% 及 18%。主要产品产能为 120 万吨氨醇、130 万吨尿素、23 万吨 DMF 及 35 万吨醋酸等。

各主要产品价格方面，本年尿素价格稳中有升，目前出厂价已经达到 2200 元/吨左右，较年初 1900 元/吨左右上涨明显；而随着以天然气为原料生产的尿素产能逐渐退出、国际农产品价格提高带来的化肥需求增加，及原煤价格提高的成本支撑，预期未来尿素价格仍将保持高位。醋酸价格由于南京赛拉尼斯装置停车，4 月份曾暴涨至每吨 5000 元以上，但目前已经回落至 3200 元/吨，仍高于年初 3000 元/吨的均价；DMF 价格走势相对稳健，在 6500 元/吨左右波动。

销量方面，本年公司销售情况良好，开工率充足，未进行减产。各主要产品尿素、醋酸及 DMF 等产销两旺。

公司作为煤头尿素生产商，采用廉价的烟煤作为主要生产原料，其成本远低于以无烟块煤为原料的其他生产商，完全成本仅为 1600 元/吨左右，尿素毛利率相对较高。预计二季度随着醋酸及尿素价格的提升，毛利率水平相对 1 季度将有所上升。

图表 1：华鲁恒升各主要产品价格走势

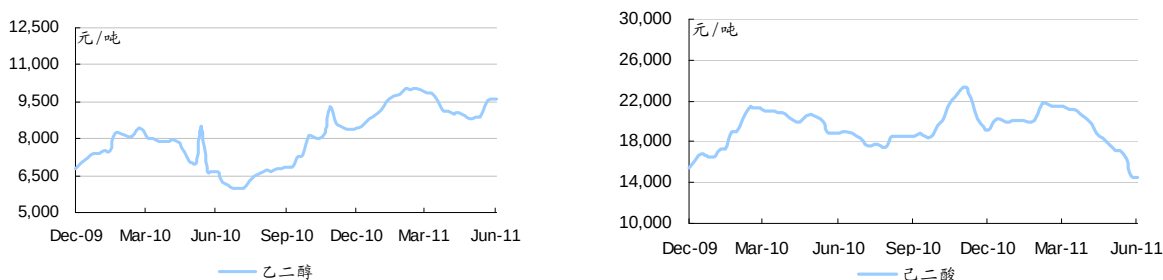


资料来源：中国资讯网，隆众网，中金公司研究部

新项目进展情况

- 5 万吨煤制乙二醇项目：**公司计划三季度开始投料试生产，项目投资 4.5 亿元。投产后预计完全成本在 5000 元/吨左右，预期售价 8000~9000 元/吨。目前项目难点在于催化剂的性能尚未经生产验证，且催化剂价格较高。
- 16 万吨己二酸项目：**公司计划 11 月投入试运行，项目总投资约 16 亿元。预期完全成本在 11000 元/吨，目前由于下游需求平淡，浆料价格大跌，己二酸市场售价在 14000 元/吨左右。上述两项目的合成气气源主要依赖募投资项目增加的 31 万吨合成气。

图表 2：华鲁恒升各主要产品价格走势



资料来源：隆众网，环球聚氨酯网，中金公司研究部

公司竞争优势

- 生产起点为煤炭，储量丰富**

中国煤炭储量远超天然气，天然气近年来一直供不应求，难以用于工业生产。因此虽然气头尿素单位成本较低，产量却远小于煤头尿素。并且，公司与中国神华、国阳新能等企业长期合作，原材料供给稳定可靠。

2. 拥有一定技术优势，单位成本较低

公司掌握洁净化煤气技术，可以采用廉价烟煤代替无烟块煤进行煤化工生产，成本显著低于其他煤头尿素生产企业。由于存在一定技术壁垒，且该技术所使用的设备与传统无烟煤煤气化技术完全不同，彻底改造需要大资金支持，目前其竞争对手难以承担。

3. 拥有尿素、有机胺、羰基合成多联产的产业格局，可以根据市场情况调节不同产品比例，实现柔性生产。

4. 地处冀鲁交界，可享受环渤海经济区、蓝色经济带等区域经济扶持政策等。

公司发展规划

1. 尿素及 DMF 产能近期不计划进一步扩大；

2. 醋酸为募投项目重点，项目完成后可增加醋酸产能 45 万吨，总产能将达 80 万吨以上。

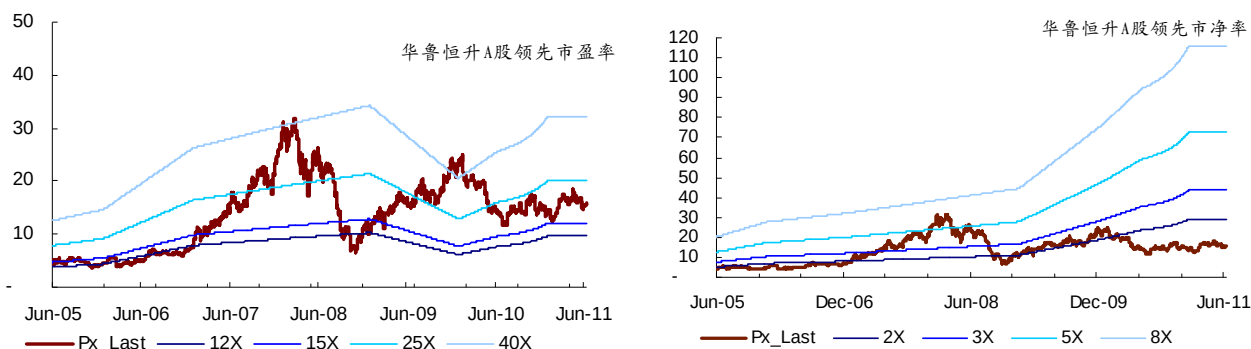
图表 3：历史及未来财务数据，分产品销售量及销售收入预测

损益表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,444	3,998	4,738	5,017	7,164
毛利	749	795	621	897	1,344
营业费用	-95	-88	-101	-120	-186
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	591	985
税前利润	450	502	300	600	995
所得税	-74	-77	-46	-91	-151
净利润	377	425	254	509	843
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	616	509	257	1,919	1,429
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	2,782	831
资产负债表（百万元）					
流动资产	1,221	1,182	3,769	5,884	7,026
固定资产	3,745	4,738	4,953	5,210	4,969
流动负债	1,092	753	1,022	1,171	1,553
长期负债	1,740	2,667	3,233	3,033	2,833
股东权益	2,383	2,759	4,779	7,199	7,915
总资产	5,216	6,179	9,035	11,403	12,301
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%	-34.6%
流动比率	1.1	1.6	3.7	5.0	4.5
速动比率	0.8	1.2	3.3	4.8	4.2
应收账款周转期	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%	25.0%	22.6%

尿素	2011E	2012E
销量（吨）	1,200,000	1,400,000
销售单价	1,950	1,950
毛利率	20%	20%
EPS	0.44	0.51
DMF		
销量（吨）	240,000	240,000
销售单价（含税）	6,000	6,000
毛利率	15%	15%
EPS	0.15	0.15
醋酸		
销量（吨）	380,000	400,000
销售单价（含税）	2,800	2,800
毛利率	20%	20%
EPS	0.17	0.17
己二酸		
销量（吨）		120,000
销售单价（含税）		15,000
毛利率		20%
EPS		0.29
乙二醇		
销量（吨）		20,000
销售单价（含税）		10,000
毛利率		35%
EPS		0.07
其它业务		
EPS	0.04	0.14
合计EPS	0.80	1.33

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表4：华鲁恒升PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

图表5：可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
				2011-6-17	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	
国内化肥公司																	
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	18.66	142.4	30.7	19.5	11.7	2.5	2.4	2.2	1.9	16.8	11.1	9.1	7.3	
盐湖股份	000792 CH	CNY	推荐	56.48	35.3	39.1	22.8	17.9	14.3	11.2	6.5	5.4	39.4	47.8	20.7	16.3	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	6.20	22.5	30.8	20.5	16.1	1.8	1.6	1.6	1.5	n.a.	8.4	5.8	5.4	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	15.27	17.8	29.8	19.0	11.5	2.7	1.6	1.1	1.0	12.2	14.0	10.4	7.8	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	7.79	32.4	24.3	15.7	14.3	2.3	1.2	1.1	1.0	31.5	17.7	13.2	11.7	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	29.08	383.4	1775.8	26.7	22.2	12.9	12.9	8.6	6.2	320.6	241.6	n.a.	631.8	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6	
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.17	n.m.	n.a.	10.2	7.0	1.1	1.1	1.0	0.8	60.7	17.6	3.8	2.9	
中化化肥	297 HK	HKD	推荐	3.39	n.m.	37.8	12.9	10.7	1.7	1.6	1.4	1.2	n.m.	23.8	11.2	9.4	
中海石油化学	3983 HK	HKD	推荐	6.15	25.2	20.5	14.0	11.1	2.6	2.3	2.0	1.7	13.7	11.2	8.2	6.5	
平均					85.8	224.9	18.5	14.0	4.3	3.8	2.7	2.3	63.8	41.3	10.3	70.7	
中间值					30.0	30.8	19.3	13.0	2.4	1.8	1.8	1.6	24.2	17.6	10.2	7.7	
国内材料公司																	
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	17.03	26.6	18.5	16.8	13.1	5.6	4.6	4.2	3.2	25.5	20.5	11.4	8.8	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	10.40	24.0	42.1	25.9	19.9	0.8	1.8	1.7	1.6	14.2	18.0	12.3	10.3	
*ST新材	600299 CH	CNY	中性	11.93	n.m.	82.6	54.2	34.6	2.2	2.2	2.1	2.0	28.0	13.9	9.7	7.8	
三爱富	600636 CH	CNY	推荐	35.03	2087.6	264.5	18.4	14.6	16.4	15.5	8.4	5.3	49.6	25.5	10.5	8.3	
巨化股份	600160 CH	CNY	推荐	28.37	170.7	29.6	15.3	11.8	7.9	7.1	6.4	4.6	51.3	20.6	11.2	8.9	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	11.23	495.2	157.9	50.9	38.0	2.4	2.4	2.3	2.2	22.5	14.9	14.7	12.9	
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.59	82.8	26.4	13.9	10.7	2.0	1.9	1.7	1.5	20.7	10.5	6.7	5.9	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.99	102.2	126.5	45.4	28.9	3.8	3.7	3.5	3.1	22.1	18.3	12.0	10.3	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	19.11	49.5	37.6	26.0	23.8	5.6	4.1	3.7	3.3	26.8	14.8	10.9	9.3	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	9.37	61.5	31.2	23.5	18.3	2.4	2.2	2.1	1.9	20.6	12.8	9.8	8.4	
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	16.30	n.m.	934.0	39.6	10.2	10.1	5.6	8.0	4.6	7819.5	401.8	15.8	5.9	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.81	n.m.	46.5	2.0	0.5	0.5	0.3	0.4	0.2	1211.3	62.2	2.4	0.9	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	推荐	17.10	25.6	17.4	12.1	9.9	1.8	2.6	2.3	2.0	23.4	13.8	9.8	7.7	
普利特	002324 CH	CNY	审慎推荐	14.31	20.1	19.2	28.4	19.3	1.9	1.8	3.4	3.0	33.0	35.3	21.7	14.7	
中国玻纤	600176 CH	CNY	推荐	27.52	n.m.	57.1	16.2	12.0	9.7	8.3	3.2	2.7	27.4	12.5	9.4	8.1	
天晟新材	300169 CH	CNY	推荐	27.88	55.1	40.1	37.5	26.5	9.5	7.7	4.0	3.6	57.6	41.7	21.8	15.8	
平均					266.7	120.7	26.6	18.3	5.2	4.5	3.6	2.8	590.8	46.1	11.9	9.0	
中间值					58.3	41.1	24.7	16.5	3.1	3.2	3.3	2.8	27.1	18.2	11.1	8.6	

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表6：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
			2011-6-17	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
国际化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	50.99	45.94	25.00	15.12	13.08	7.03	6.39	4.74	3.53	44.12	18.00	10.61	9.39	
Agrium	AGU CN	CAD	80.06	34.36	17.67	10.70	10.42	2.74	2.37	1.94	1.59	15.97	9.50	7.30	7.06	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	61.63	33.13	n.a.	14.41	10.82	3.15	n.a.	2.43	2.00	14.62	n.a.	8.02	6.27	
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	122.751	22.73	15.32	n.a.	n.a.	16.07	10.92	n.a.	n.a.	12.86	9.41	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	8.85	57.70	31.50	0.25	0.11	12.14	9.34	n.a.	n.a.	32.22	21.71	9.12	4.95	
Yara	YAR NO	NOK	301.5	23.05	9.97	9.04	9.73	3.03	2.47	2.03	1.75	25.68	9.59	6.40	6.86	
K+S	SDF GR	EUR	52.56	90.62	22.46	13.72	11.52	4.81	3.80	3.30	2.81	22.08	10.24	7.75	6.86	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5050	23.89	17.98	12.21	10.65	6.77	7.18	5.72	4.87	4.58	3.62	2.58	2.33	
平均				41.43	19.99	10.78	9.47	6.97	6.07	3.36	2.76	21.52	11.72	7.40	6.24	
中间值				33.13	17.83	12.97	10.73	4.81	5.10	2.86	2.41	15.97	9.54	7.53	6.86	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	56.43	33.19	35.94	11.71	10.62	2.47	2.48	2.40	2.18	7.33	6.09	7.13	6.55	
BASF AG	BAS GR	EUR	61.95	40.23	12.49	9.31	8.94	3.26	2.66	2.39	2.11	8.14	5.82	5.67	5.19	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	34.43	107.59	19.67	11.65	9.38	2.39	2.25	1.68	1.50	15.12	10.39	6.94	6.35	
平均				60.34	22.70	10.89	9.64	2.71	2.46	2.16	1.93	10.20	7.43	6.58	6.03	
中间值				40.23	19.67	11.65	9.38	2.47	2.48	2.39	2.11	8.14	6.09	6.94	6.35	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2760	41.54	40.50	17.44	13.45	1.62	1.65	1.52	1.40	10.64	8.07	7.88	6.64	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	902	52.69	8.55	8.51	7.81	1.39	1.30	1.13	1.02	6.52	4.30	4.43	4.09	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	104.7	16.67	4.79	20.80	13.68	1.81	1.34	1.30	1.23	12.55	9.13	7.68	5.54	
3M Co.	MMM US	USD	91.58	20.08	16.01	14.51	12.92	5.10	4.16	3.75	3.24	11.16	9.47	8.46	7.73	
平均				32.75	17.46	15.31	11.97	2.48	2.11	1.93	1.72	10.22	7.74	7.11	6.00	
中间值				30.81	12.28	15.98	13.19	1.72	1.49	1.41	1.31	10.90	8.60	7.78	6.09	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	18.44	18.26	17.40	13.33	11.05	1.68	1.65	1.56	1.46	24.37	20.67	15.65	15.13	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4080	20.66	17.30	15.42	13.20	1.21	1.21	1.14	1.07	7.10	5.99	5.60	4.94	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	31.28	n.m.	12.27	9.72	9.15	n.m.	n.m.	n.m.	13.61	8.83	4.84	4.47	4.31	
Cabot Corp	CBT US	USD	37.45	n.m.	15.80	11.56	10.17	2.16	1.88	1.75	n.a.	13.25	6.58	5.57	5.09	
平均				19.46	15.69	12.51	10.89	1.68	1.58	1.48	5.38	13.39	9.52	7.82	7.36	
中间值				19.46	16.55	12.45	10.61	1.68	1.65	1.56	1.46	11.04	6.29	5.58	5.01	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	9.35	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.85	1.15	n.a.	n.a.	n.m.	17.13	n.a.	n.a.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	263	n.m.	10.60	11.50	9.21	0.70	0.69	0.65	0.62	11.84	6.74	5.98	5.53	
Sunoco Inc	SUN US	USD	39.15	n.m.	20.08	54.45	17.07	1.79	1.55	1.51	1.40	11.25	5.80	8.20	6.63	
平均				n.m.	15.34	32.98	13.14	1.11	1.13	1.08	1.01	11.54	9.89	7.09	6.08	
中间值				n.m.	15.34	32.98	13.14	0.85	1.15	1.08	1.01	11.54	6.74	7.09	6.08	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表7：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	23.8	33.8	14.2	12.5	4.5	3.9	3.4	2.9	11.7	9.6	7.9	7.2
美国大宗化学品	33.8	37.4	12.9	9.6	3.7	3.3	2.2	1.9	11.3	9.0	6.1	5.5
欧洲化工	39.4	15.7	13.0	11.4	4.0	2.8	2.6	2.9	13.2	8.6	7.5	6.8
日本化工	51.7	17.8	13.0	11.0	1.1	1.1	1.1	1.0	7.0	5.3	5.0	4.6
亚太化工	20.8	14.6	12.3	37.0	2.2	2.0	1.7	9.0	12.2	10.2	8.2	7.3
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0
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	30.1	14.6	11.9	29.3	2.1	1.7	1.6	5.4	10.9	7.3	6.8	6.1
工业气体	21.2	16.2	13.7	12.1	1.3	1.1	0.8	0.8	9.4	7.8	8.0	7.3
大宗化学品	31.6	30.4	12.9	10.1	3.3	2.9	2.1	1.8	11.8	8.8	6.4	5.8
特殊化学品	42.6	25.1	14.3	12.6	4.2	3.3	2.9	3.0	11.6	9.0	7.2	6.6
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0
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	30.6	17.4	13.1	19.3	3.3	2.8	2.3	3.6	12.1	8.9	7.4	6.8
中盘公司	31.4	32.9	11.9	10.2	3.0	2.2	1.7	2.2	9.2	7.1	6.0	5.4
小盘公司	62.4	19.2	16.9	12.0	2.3	2.2	2.2	2.0	12.4	8.2	6.8	5.9
平均	34.6	22.2	13.1	15.7	3.1	2.5	2.1	3.0	11.1	8.3	6.9	6.3
中间值	24.7	17.3	12.4	10.8	2.2	2.1	1.8	1.6	10.5	7.4	6.6	6.0

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/或机构投资者提供。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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

