

2011年7月28日

华英农业

禽业红星，挺进欧盟

A

未有评级

002321.SZ - 人民币 17.99

刘都*

(8621) 2032 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(29)	(2)	(26)	(9)
相对新华富时A50指数(%)	(25)	1	(17)	(7)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	147
流通股(%)	57.61
流通股市值(人民币 百万)	1,524
3个月日均交易额(人民币 百万)	28
净负债率(%) (2011E)	48
主要股东(%)	
河南省潢川华英禽业总公司	28.59

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

华英农业是国内最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽肉制成品一体化企业。公司掌握产业链核心环节，在政府扶持下实现快速的低成本扩张，合同养殖能力同孵化、屠宰加工能力日趋匹配，利用率大幅提升。公司产品已成功出口韩日等地，预计年内将能通过欧盟注册，成为为数不多对欧盟出口企业之一，出口规模继续扩大。

主要发现

- **最大的樱桃谷肉鸭一体化企业。**公司上市之初即已是国内樱桃谷鸭一体化养殖加工市场占有率最高企业，市场份额约15%。随着募投项目逐步达产以及富民计划实施，公司市场份额有望继续提升。
- **“公司+基地+农户”模式，养殖加工规模提升快。**该模式顺应产业特点，能够以“轻资产模式”实现快速扩张，带动农民致富，获得政府支持。
- **产业链完整，掌控核心环节。**在富民计划迅速扩张养殖规模的同时，公司掌控产业链核心环节，在育苗、饲料和禽药供给、回购成鸭等各个环节同签约农户保持紧密合作关系，禽源稳定，现金流良好。
- **出口韩日，预计很快将叩开欧盟出口大门。**公司于2002年获授无公害农产品称号，已取得韩日卫生注册资格，出口熟食鸭肉和鸡肉制品，冻鸭也出口至香港等地区。公司积极争取欧盟认证注册，预计年内完成。
- **未来抵御风险能力进一步提升。**养殖业有景气周期，公司的鸭苗和冻鸭业务可在自养及外销之间进行协调，随着出口规模提升，未来销售可在国内、国外两个市场协调，抵御周期风险的能力也将会显著提升。
- **中原经济区纳入国家级规划，农业产业化龙头受益。**

风险因素

- 未来猪肉价格向下影响禽肉、鸭苗价格；疫病。

估值

- 预计2011-2013年每股收益分别为0.83、0.84和1.19元。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	932	1,303	2,055	2,521	2,884
变动(%)	(3.1)	39.8	57.7	22.6	14.4
净利润(人民币 百万)	40	57	123	124	176
全面摊薄每股收益(元)	0.27	0.38	0.83	0.84	1.19
变动(%)	(35.6)	40.5	116.9	0.6	42.2
市盈率(倍)	64.9	46.2	21.3	21.2	14.9
每股现金流量(人民币)	0.58	0.23	1.12	0.93	1.95
价格/每股现金流量(倍)	30.7	79.0	15.9	19.2	9.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.1	16.1	15.6	14.4	11.5
净资产收益率(%)	4.1	5.6	11.3	10.6	13.9
每股股息(人民币)	0.10	0.20	0.33	0.33	0.47

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

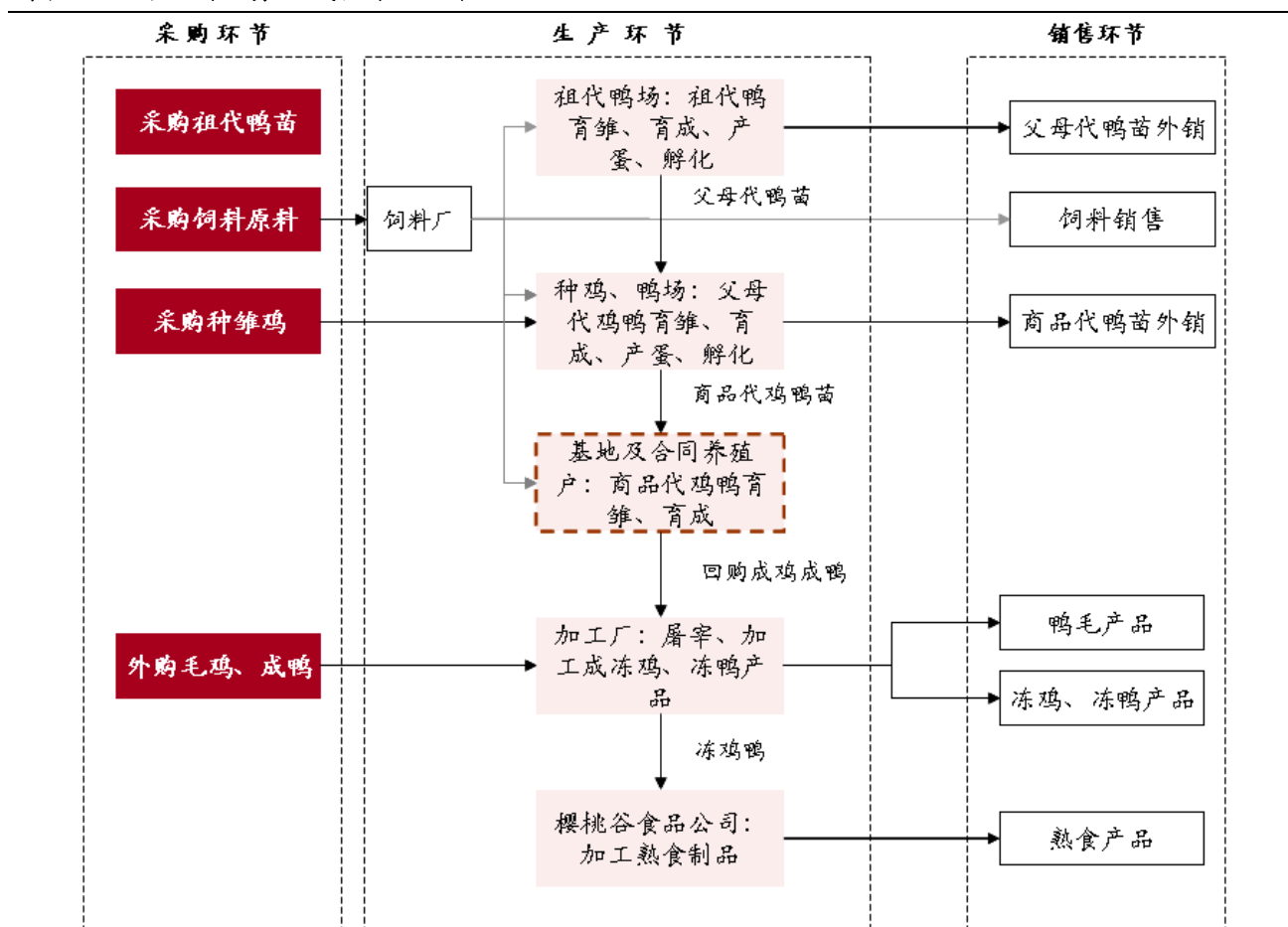
产业链完整，一体化龙头

樱桃谷鸭养殖加工起步早，产业链完整

20 世纪 80 年代后期，原产英国的樱桃谷鸭开始引入中国。1991 年英国首相访华期间促成了包括 3 个樱桃谷鸭养殖综合项目在内的一批贷款合作项目。华英禽业总公司（公司主要发起人）即是项目公司之一，也是目前仅剩的一家。

经过二十年发展，公司已经成长为樱桃谷鸭养殖加工一体化龙头企业。除祖代种鸭外购，公司主营业务涵盖孵化育苗、规模养殖、饲料禽药供应、成鸭回购、加工销售和出口，产业链较为完整。

图表 2. 公司主要业务模式框架及流程

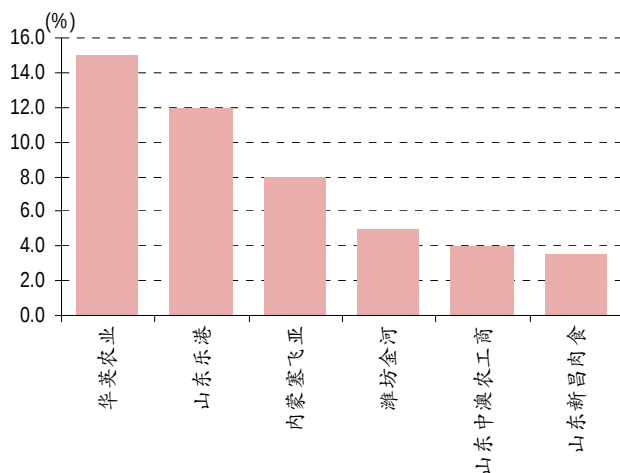


资料来源：公司公告，中银国际研究整理

募投项目大幅提升养殖加工规模

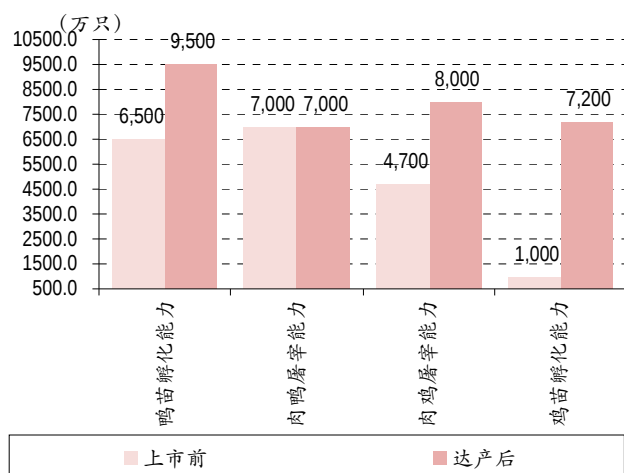
华英农业于占绝对优势的肉鸭品种当中占有巩固的领先地位。樱桃谷肉鸭以其高蛋白、低脂肪、肉质鲜嫩、生长速度快、饲料转化率高、抗病能力强等优点，成为世界肉鸭市场主流品种，占世界白羽肉鸭市场 60% 左右份额，我国白羽肉鸭产业中樱桃谷肉鸭约占 70% 以上份额。募投项目达产后，公司不但樱桃谷肉鸭孵化和养殖能力得到提升，肉鸡养殖加工能力也将极大提升，成为禽业两大品种俱全的加工龙头企业。

图表 3. 樱桃谷肉鸭养殖加工市场份额



资料来源：公司招股书

图表 4. 主要生产能力

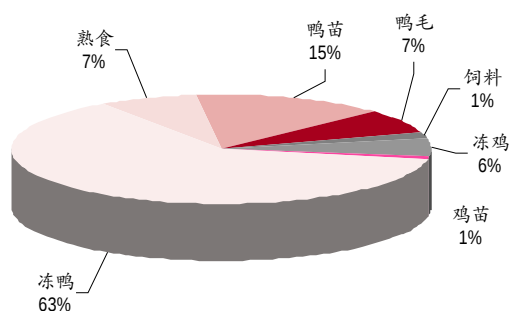


资料来源：公司招股书，中银国际研究整理

鸭类业务收入占比高，肉鸡产业比重逐步提升

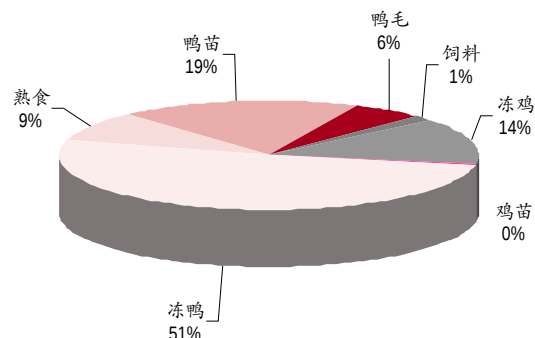
2007 年公司同鸭有关业务收入（含熟食）占比达到 91.73%，2010 年鸭有关业务收入占比降至 84.26%，主要是肉鸡综合项目投产所致。鸭类业务相当长时间内仍然是最主要收入构成部分。

图表 5. 2007 年收入构成



资料来源：公司招股书

图表 6. 2010 年收入构成

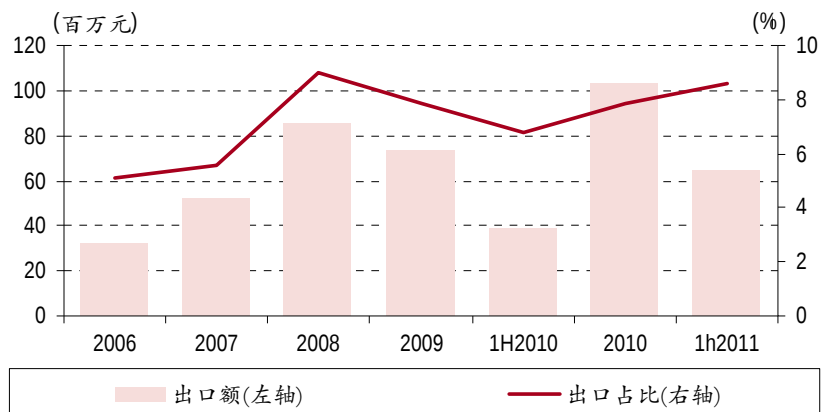


资料来源：公司年报，中银国际研究整理

出口比重较低，同类业务出口毛利率高于国内销售

2006 年以来公司出口额总体逐年上升，出口占比总体也有所提高。公司目前对韩日出口仍以熟食为主，对香港和台湾可以出口冻鸡、冻鸭和熟食。

图表 7. 出口情况



资料来源：公司公告，中银国际研究

总体看，同种产品出口毛利率比内销毛利率要高。2010 年公司出口业务毛利率为 12.17%，同期熟食总体毛利率为 10.56%，冻鸡、冻鸭毛利率分别为 6.86% 和 7.46%；2011 年 1-6 月份，出口业务毛利率为 15.42%，同期熟食总体毛利率为 11.43%，冻鸡、冻鸭毛利率分别为 4.20% 和 7.74%。

“公司+基地+农户”模式实现快速扩张

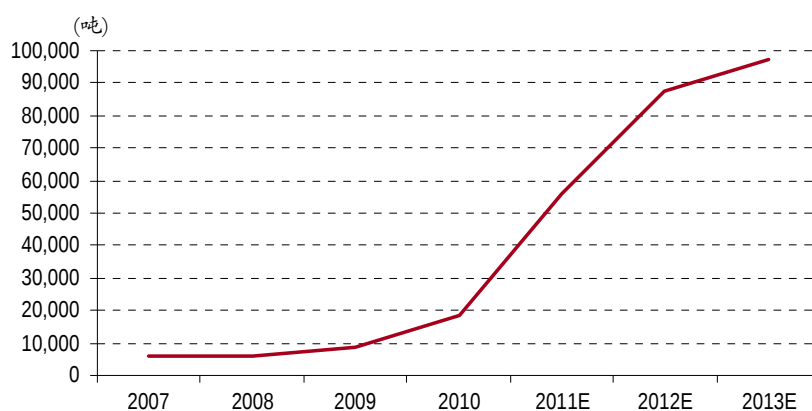
合同养殖为主

公司不直接参与樱桃谷鸭的养殖环节。公司自建基地养殖场和合同养殖户自建养殖场均采取合同养殖形式。公司目前自建养殖场的商品鸭养殖能力 1,700 万只。

截至 2010 年底，公司商品代鸭苗孵化能力合计达到 9,500 万只，上市前为 6,500 万只，提升明显。公司鸭苗的去处有三，一是自建养殖场，二是其他合同养殖场（户），三是销售给经销商和非合同养殖户。前两者统称自养，后者为外销，公司保证回购自养商品鸭，外销则确认为当期收入。

公司商品肉鸡养殖加工业务亦采取“公司+基地+农户”模式。公司目前与淮滨和淮阳两地各有一个 4,000 万只肉鸡屠宰加工基地，其中淮滨公司尚未投产，淮阳公司尚未达产。2010 年公司实际成鸡屠宰量为 1,142 万只。预计至 2012 年公司实际屠宰能力将提升至 6,400 万只，而成鸡来源中自养比重约占三分之一，三分之二依靠合同养殖户，为此公司商品肉鸡屠宰加工综合项目当中均含商品雏鸡孵化场，以满足鸡苗供应。

图表 8. 冻鸡产量情况



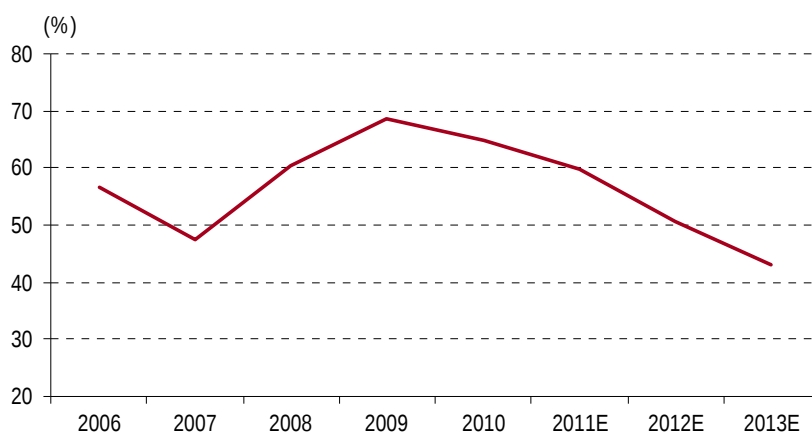
资料来源：公司公告，中银国际研究预测

富民工程推动养殖规模快速扩张，屠宰量将大幅提升

信阳市政府于 2010 年初出台《关于实施“华英农业”富民计划的若干政策意见》，鼓励和支持农户在华英樱桃谷鸭加工厂（潢川）60 公里范围内建设养殖场（养殖小区）500 个，全部建成后可新增出栏 6,000-7,500 万只樱桃谷鸭，其中 2010 年底完成 260 个，2011 年底完成 240 个；鼓励和支持农户在华英农业肉鸡加工厂（淮滨）60 公里范围内建设养殖场（养殖小区）200 个，全部建成后可新增出栏商品鸡 3,000 万只左右，其中 2010 年底完成 120 个，2011 年底完成 80 个。

富民计划的实施将降低鸭苗外销率。2008 年公司供应基地养殖户鸭苗占比为 13.3%，供合同养殖户鸭苗占比 26.23%，外销占比 60.47%，2009 年由于冻鸭价格下降较快，公司有意识的增加了外销比重，外销率达到 68.78%。随着合同养殖户的增加以及富民工程的推动，预计公司鸭苗外销率整体呈下降态势。

图表 9. 鸭苗外销率随着自养规模上升而下降



资料来源：公司公告，中银国际研究预测

“公司+基地+农户”也是国际通行的禽业发展模式

目前我国肉禽（生猪亦然）产业化经营主要有两种形式，模式一是在大型龙头企业的扶持下，施行“公司+农户”的肉禽经营模式，即公司和养殖户签订合同，养殖户负责投资建场、提供设备和劳动力以及从事经营管理，公司则负责种禽饲养、禽苗供应、屠宰加工、饲料供应以及提供技术服务等，带动养殖户从事专业生产。公司按合同价约定回收养殖户生产的肉禽，并按其饲养数量和质量提供报酬。模式二是企业完全自行基地一体化养殖。

“公司+农户”的经营模式在世界各地具有普遍性，在美国90%左右是合同饲养，纵向一体化养殖比例不超过10%。

图表 10. 美国肉鸡产业生产组织形式情况

%	1960	1970	1980	1990	2000	2005
合同养殖	93	90	89	90	91.2	92.6
纵向一体化	5.4	7	10	10	8.8	7.4

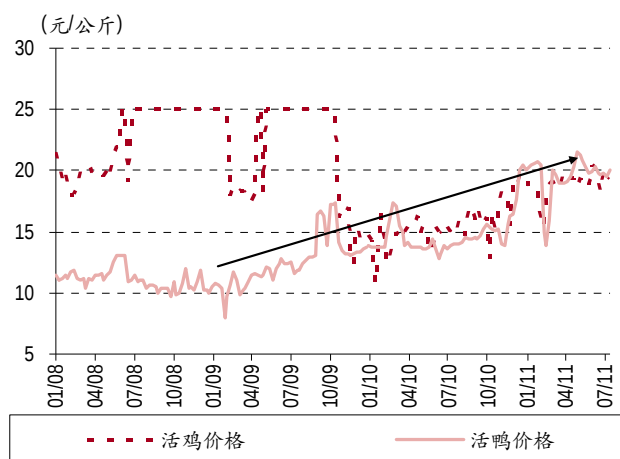
资料来源：农业产业化经营的组织方式和运行机制，北京大学出版社

肉类价格景气，公司主要价格同比大增

禽肉价格同猪肉价格有明显同步。从2005年以来，可以清楚看到CPI数据食品价格上涨当中，猪肉和肉禽及其制品的价格同比上涨具有较高的同步性。

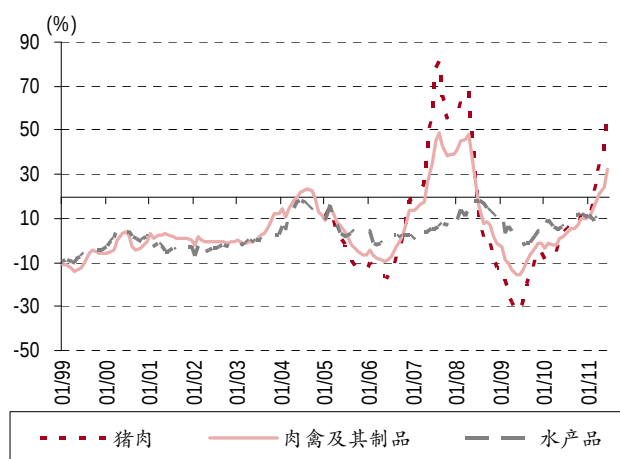
2009年以来，活鸭价格整体呈上升态势，而活鸡价格自2010年以来也出现持续上涨态势。专家预计猪肉价格在2012年春节前后才会出现回落，预计禽肉价格也会随之回落，但值得注意的是，禽肉价格波动幅度明显小于猪肉价格（主要是周期短的原因），因此回落幅度也会显著小于猪肉价格。

图表 11. 鸭肉价格自2008年以来整体上升



资料来源：万得资讯

图表 12. CPI 当月同比增长，禽肉和猪肉同步明显



资料来源：万得资讯

2011年主要产品价格景气。受生猪、猪肉景气影响，禽苗、禽肉价格上涨明显。对于公司而言，2011年业绩快速增长十分确定，2012年将主要依靠养殖和屠宰量的大幅增加获得收入的快速增长。

图表 13. 2011 年上半年主要产品价格情况（元/吨，元/只，元/个）

	2011 年上半年	2010 年上半年	同比增幅
冻鸭产品	8,812.05	8,284.78	6.36%
熟食	20,369.70	18,302.18	11.30%
鸭苗	3.90	2.97	31.11%
鸡苗	2.17	1.18	84.07%
鸭毛	27,989.98	19,790.69	41.43%
饲料	3,401.00	2,262.10	50.35%
冻鸡产品	9,944.59	9,329.78	6.59%
种鸡蛋	2.05	1.23	67.07%

资料来源：国家统计局数据库，中银国际研究

禽肉消费前景看好，于肉类产量占比稳步提升

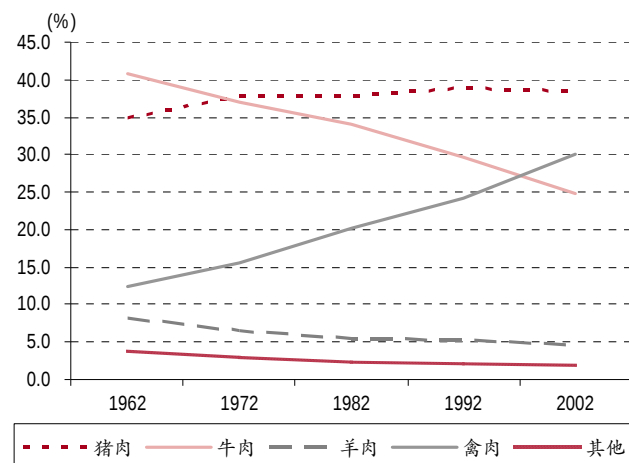
白肉消费呈上升趋势

上世纪 80 年代以来，猪肉产量占肉类总产量比重在不断下降。1985-2010 年，猪肉产量年均增速为 4.58%，同期禽肉产量增速为 10.02%，后者增速高出前者 5.44 个百分点，猪肉产量比重从 1985 年的 85.89% 下降到 2010 年的 63.97%，同期禽肉比重由 8.61% 上升至 22.76%。

健康消费观念的普及是禽肉产量快速增长的重要原因。研究表明白肉（鱼肉、贝类、禽肉等）比红肉（猪肉、牛肉、羊肉等）健康，白肉中的鸡鸭肉以高蛋白、低脂肪、低热量和低胆固醇的营养特点成为世界上增长速度最快、供应充足、物美价廉的优质肉类，欧美等发达国家对高脂肪、高胆固醇含量的红肉消费日益减少，禽肉人均消费显著提升，2010 年美国人均禽肉消费达到 113.5 磅（51.60 公斤，含火鸡肉），在我国，随着安全、健康的消费观念越来越深入人心，禽肉消费保持着良好的增长势头，而稳步提升的消费需求也极大地带动了我国禽肉生产。我国禽类消费同发达国家相比，仍有很大差距，未来仍有巨大发展空间。

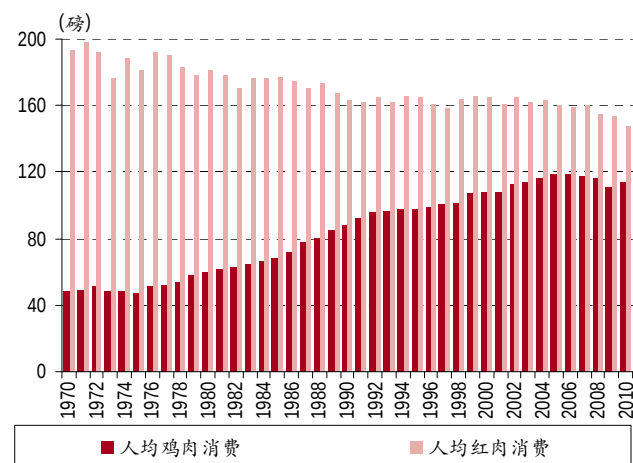
禽肉产量增长较快还同较低的料肉比有关，禽类养殖周期短且节粮。优质品种的鸡和鸭料肉比都在 2 以内，而猪的料肉比在 3 左右，甚至更高。

图表 14. 世界肉类产量占比中禽肉提升



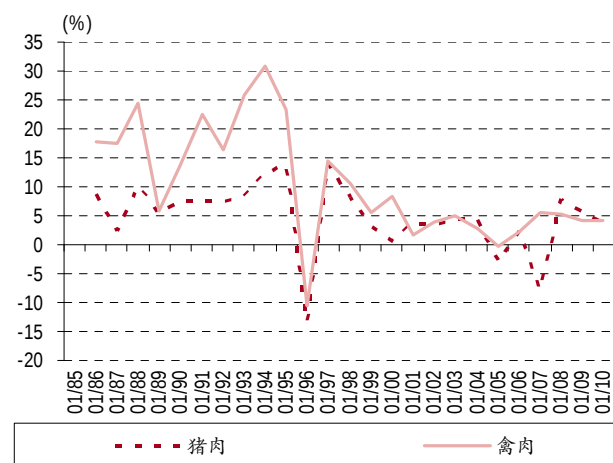
资料来源: FAO, 中银国际整理

图表 15. 美国人均红肉消费下降, 白肉消费上升



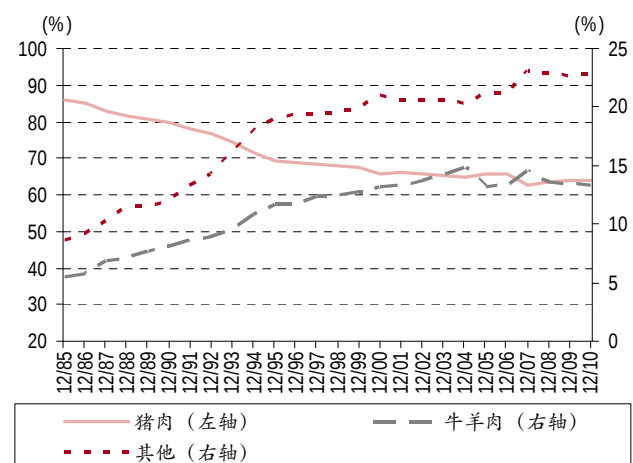
资料来源: USDA

图表 16. 我国 1985 年以来猪肉和禽肉产量增速



资料来源: 统计局, 万得资讯

图表 17. 我国禽肉产量 (消费) 占比提升



资料来源: 万得资讯, 中银国际研究

我国人均消费量还有巨大增长空间

截至 2009 年我国城镇居民人均家禽购买量仅为 10.71 千克(农村家庭人均购买量更低), 其中低收入户人均购买量仅为 7.49 千克, 按户均 3 人计算, 户均年购买量不足美国一个人的年消费量, 差距巨大。而差距越大, 意味着增长空间也越大。

图表 18. 城镇居民人均购买家禽情况 (千克/年)

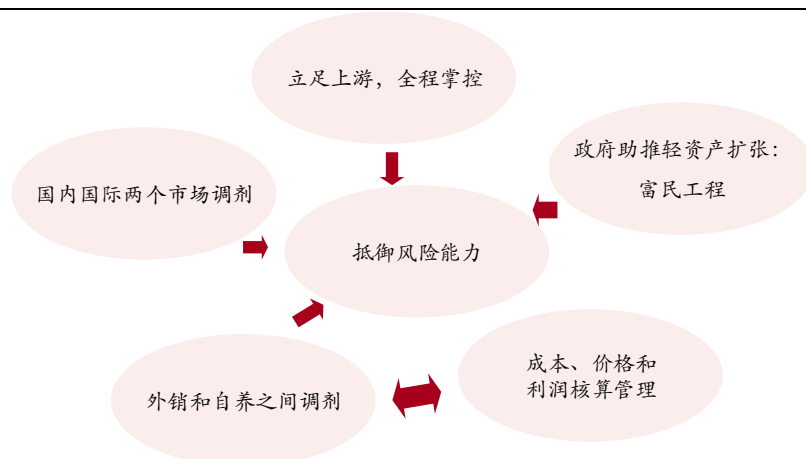
	2002	2003	2004	2005	2006	2009
低收入户	6.09	6.27	5.79	6.26	6.2	7.49
中低收入户	8.06	8.21	7.71	8.31	7.8	9.59
中等收入户	9.23	9.34	8.42	9.26	8.5	10.83
中高收入户	10.38	10.41	9.72	10.38	9.4	12.03
高收入户	12.62	12.15	11	11.45	10.5	13.61
平均	9.28	9.28	8.53	9.13	8.48	10.71

资料来源: 国家统计局数据库, 中银国际研究

抵御风险能力相对较强，支持长期稳健发展

基于公司的运营模式，我们认为公司具有相对更强的风险抵御能力体现在如下几个方面：

图表 19.公司风险抵御能力分解



资料来源：中银国际研究

其一，立足上游，掌握核心，全程掌控。

公司同英国樱桃谷农场公司拥有稳固的合作关系，樱桃谷农场承诺在同等条件下优先保障华英农业对樱桃谷SM3种鸭数量和技术持续需求，近些年来，公司购买樱桃谷种鸭的价格基本保持稳定。

在自养模式（含合同养殖，且主要是合同养殖）下，公司已经形成一整套紧密的合作流程，公司专门设立社会养殖中心来负责从鸭苗投放、饲料供应、饲养管理、到成鸭回收整个养殖过程所有工作及服务。公司制定了《社会养殖制度汇编》、《饲料配方管理规定》、《商品鸭养殖管理规定》、《养殖用药管理规定》、《疫病控制管理规定》、《兽医卫生防疫手册》、《药残控制管理手册》等相关规定和制度，并严格执行，有力的保证了商品鸭品质和安全。此外，在服务过程当中，养殖户全现金购买鸭苗和饲料，无法付现的由其他现金养殖户担保，全程经由养殖户在公司结算中心开立的账户结算；养殖户必须选用公司供应的饲料，公司高价格供应鸭苗、饲料等并高价格回收成鸭，有效防范养殖户外销成鸭和成鸡，现金回笼、原料回收情况良好。

其二，“富民工程”带头人，政府助推“轻资产扩张”。

“公司+农户”和“公司+基地+农户”模式在禽业通行（见图表 10），部分原因在于家禽体态小，单产低，单个企业的较小的养殖量无法满足庞大的屠宰量，所以较多采用“相对分散的养殖+集中屠宰加工”；屠宰禽全部由企业投资自养，投资太大，以公司年产 1,000 万只商品肉鸡养殖场项目（10 个 100 万只标准化养殖场）为例，仅建设投资即 7,482 万元（未包含土地成本），平均成本约为 7.5 元/只，按公司合计年 6,400 万只屠宰能力对应的养殖量计算，投资将接近 5 亿元。

我们认为有恰当组织形式配套的“轻资产扩张”是可能且合理的。富民工程之前，合同养殖方面，公司以指导养殖户自建的方式推进合同养殖规模。按照场均 12-15 万只出栏规模计，公司 2009 年的合同养殖户（不含基地户）在 120-150 户之间，富民工程计划发展养鸭场 500 户，在 2009 年基础上增加幅度达 300%，实现了低投入的快速扩张。另外政府还鼓励发展合同养鸡场 200 户（户均 14-16 万只/年）。

其三，根据市场变化，自养外销灵活调节。

家禽养殖有周期，产量控制周期大约在 7 个月（其中种蛋存续期低于 7 天，孵化时间为 28-29 天，雏苗销售周期 1-2 天），养殖存在一定的价格变动风险，但公司能在自养和外销两方面进行调节，如果出现冻鸭产品价格较高，而鸭苗价格较低情况，则公司会将鸭苗向自养倾斜，如果鸭苗价格高，公司会加大外销力度，不仅现金回款快，而且经济效益直接。

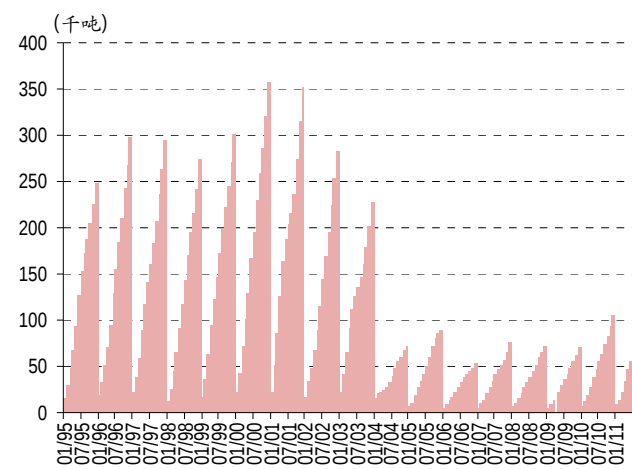
其四，国内国际两个市场齐头并进。

欧盟于 1999 年 10 月对中国执行“中国出口动物与动物源性食品残留物监控计划”的工作情况进行了现场检查，并于 2000 年作出决议中国禽肉可以出口欧盟。

2004 年受我国禽流感疫情影响，我国禽肉出口量下降近一半，此后我国对欧盟、美国等部分地区生禽肉出口基本停滞，而对日韩、香港等地的出口基本保持稳定。

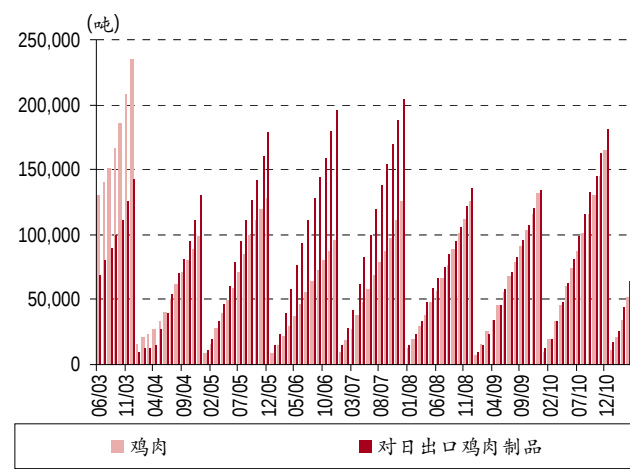
国内获得欧盟注册认证的生鲜肉规模企业非常少，率先获得欧盟认证意义重大。“华英牌”虽是中国驰名商标，已顺利出口日韩、台湾和香港地区，但尚未成功对欧盟出口。目前公司正在政府协助下积极推进欧盟认证，如果能获得欧盟认证，我国对欧盟出口量将有效增加一倍以上，对龙头企业构成直接利好。

图表 20. 冻鸡出口情况 (累计值)



资料来源：海关总署

图表 21. 鸡肉和鸡肉制品出口情况



资料来源：海关总署

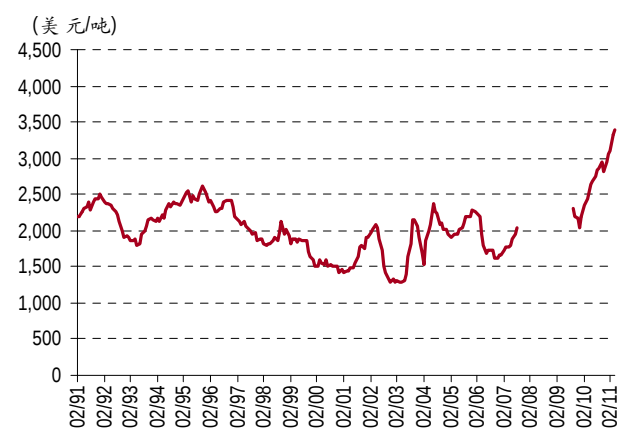
出口价格景气。公司 2009 年内销冻鸡和冻鸭价格分别为约为 9,200 和 8,150 元/吨, 2010 年分别为 9,650 和 8,580 元/吨, 同 1,500 美元以上的出口价格有较大差距。如果公司能尽快实现出口欧盟, 将对产能消化、品牌影响力提升、价格维系方面获得新的有利支持。

图表 22. 冻鸡出口均价



资料来源：海关总署

图表 23. 冷冻肉鸡进口到岸价 (日本)



资料来源：海关总署

即将叩开欧盟出口大门，国际市场开拓新里程碑

叩开欧盟出口大门意义重大，政府支持力度大

河南省是畜牧业大省，肉类产量占全国第一位，但出口数量与其他省份差距较大，尤其是禽肉类制品，还未通过欧盟注册。为此，河南省十分重视重点企业的欧盟注册。2010年4月，信阳检验检疫局与潢川县政府联合召开了第二次“推进河南华英集团对欧盟注册工作任务进度汇报会”联席工作会议。

2010年7月，在河南省政府有关部门和企业的努力下，国家质检总局、国家认监委同意河南华英、大用等四家禽肉生产企业申请对欧盟注册。

2011年5月，河南省出入境检验检疫局在华英农业总部召开了华英对欧盟出口注册工作现场办公会，督促有关部门和企业协调加快推进注册工作。

预计年内获得欧盟注册

对于国内农产品初级、深加工企业而言，成功出口欧盟是具有里程碑意义的重大事件。实践中，同类业务，公司出口毛利率要高于国内销售，因此我们视公司取得欧盟注册为重大利好。

经过国家、省市及公司各方近1年多的努力，我们认为公司申请欧盟注册已进入冲刺阶段，年内获得欧盟注册是大概率事件，最早可能10月份前后完成。获得欧盟注册后，作为行业重点企业，公司出口规模将得到有效放大，并能从更大程度实现对国内国外两个市场的销售调节，从而增强抵御单一市场价格风险的能力。

中原经济区规划助力公司长远发展

据《中证报》报道，国务院支持河南建设中原经济区的若干意见最迟9月出台，与之配套的区域发展规划最快年内出台。6月中旬，由国家发改委牵头，会同国务院30多个部门组成的联合调研组，奔赴河南就如何推进中原经济区建设进行调研，为国务院出台建设中原经济区的若干意见做准备。

中原经济区将以河南省为主体，包括周边省份的七八个地级市在内，总人口在 1.5 亿左右。据河南社科院介绍，未来中原经济区将有五大定位：一是全国粮食生产基地；二是全国“三化”（工业化、城镇化和农业现代化）协调示范区；三是内陆地区新的增长板块；四是全国重要的交通物流中心；五是华夏艺术文明创新传承区。

我们认为，华英作为河南省农业产业化产业龙头将充分受益区域战略地位提升，尤其是中原经济区全国粮食基地、三化示范区定位，可能会为农业产业化龙头企业带来更多扶持和优惠政策，重点企业对周边市场辐射能力也将大幅提升。

风险提示

价格风险。鸭苗和禽肉价格可能出现周期性下降。由于产业发展模式原因，我国猪肉、禽肉和牛奶等初级农产品价格都存在较为明显的周期性。猪肉是肉类消费主导品种，其价格走势对禽肉影响较为明显。未来公司可以通过自养和外销、国内外销售调节，一定程度可以抵御价格大幅波动风险。

疫病风险。富民工程快速推进过程中，疫病风险有可能被放大，公司将通过严格执行标准化管理来最大程度化解。

出口绿色壁垒。国际市场对我国初级农产品、生鲜肉制品出口设置较高的绿色壁垒，如果已经成功出口的企业遭遇新的绿色壁垒制裁，则对企业经营非常不利。

食品安全风险。凡从事农产品初、生加工的企业都可能会面临这一风险考验，公司将从育苗、饲料配给、抗病疫苗等多个环节的严格把关予以控制，随着合同养殖规模扩大满足屠宰需求，降低外购原料鸡鸭也有助于降低此类风险。

附录：股东持股情况

股东康源生物小幅减持。公司大股东华英禽业总公司是河南省潢川县财政局下属全资企业，公司第三大股东为河南省农业综合开发公司，是河南省财政厅下属企业。

公司第二大股东潢川县康源生物工程有限公司是私人控股企业，是公司发起人之一。

图表 24. 截至 2011 年 6 月 30 日主要股东情况

股东名称	持股 (万股)	比例 (%)	性质	较 2010 年 底增持股份 (万股)	是否 解禁
河南省潢川华英禽业总公司	4,203	28.59	限售流通股	0	未解禁
康源生物工程有限公司	2,265	15.41	流通股	(400)	已解禁
河南省农业综合开发公司	2,101	14.29	流通股	0	已解禁
辽宁省粮油食品边贸公司	1,056	7.18	流通股	0	已解禁
银华富裕主题股票型投资基金	409	2.78	流通股	新进	-
嘉实服务增值行业投资基金	340	2.31	流通股	新进	-
曹红亚	300	2.04	流通股	新进	-
全国社会保障基金理事会转持三户	197	1.34	限售流通股	(173)	-
天弘精选混合型证券投资基金	128	0.87	流通股	新进	-
银华成长先锋混合型投资基金	111	0.76	流通股	新进	-
合 计	11,111	75.57	-		

资料来源：国家统计局数据库，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础, 整合形成证券投资顾问服务建议或产品, 提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的, 亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策; 需充分咨询证券投资顾问意见, 独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息, 仅供收件人使用。阁下作为收件人, 不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人, 或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的, 中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施, 追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称“中银国际集团”)的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用, 并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要, 不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请, 亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议, 阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前, 就该投资产品的适合性, 包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到, 但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外, 中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问, 本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料, 中银国际集团未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的, 纯粹为了阁下的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状, 不构成任何保证, 可随时更改, 毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证, 也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断, 可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现, 可能在出售或变现投资时存在难度。同样, 阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述, 阁下须在做出任何投资决策之前, 包括买卖本报告涉及的任何证券, 寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371