



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8月5日

煤炭

研究部

蔡宏宇 CFA CAIA

分析师, SAC 执业证书编号

S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

维持审慎推荐

西山煤电(000983.SZ)

斜沟上产符合预期, 但成本控制有待观察

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	13,255	12,337	16,942	30,666	39,297
(+/-%)	70%	-7%	37%	81%	28%
主营业务利润	6,008	5,104	7,082	10,133	12,253
(+/-%)	80%	-15%	39%	43%	21%
营业利润	3,994	2,996	3,833	5,391	6,321
(+/-%)	115%	-25%	28%	41%	17%
净利润	2,959	2,230	2,644	3,873	4,515
(+/-%)	130%	-25%	19%	46%	17%
每股盈利(元)	0.94	0.71	0.84	1.23	1.43
(+/-%)	130%	-25%	19%	46%	17%
每股净资产(元)	2.76	3.19	4.01	4.51	5.09
每股股利(元)	0.39	0.38	0.50	0.73	0.85
市盈率(X)	25.5	33.9	28.6	19.5	16.7
市净率(X)	8.7	7.5	6.0	5.3	4.7
EV/EBITDA(X)	14.1	11.8	14.6	10.5	8.8
资产收益率	17.9%	9.6%	9.1%	12.7%	12.8%
净资产收益率	34.0%	22.2%	20.9%	27.3%	28.2%
ROCE (%)	34.2%	17.8%	18.8%	26.8%	27.8%
分红收益率	1.6%	1.6%	2.1%	3.1%	3.6%
每股经营现金流(元)	1.3	1.3	1.1	2.7	3.2
股价/每股经营现金流(X)	18.6	19.0	22.5	8.9	7.5

股票信息

	A股(元)
股票代码	000983.CH
当前股价	23.99
日成交量(百万股)	15.78
52周最高价/最低价	30.67/19.21
发行股数(百万股)	3,151.20
其中: 流通股(百万股)	1,472.17
主要股东(持股比例)	山西焦煤集团有限公司(54.4%)

最近估值走势

股价变化	1周	1个月	3个月	年初至今
[000983.CH]	2.09	(5.59)	(0.42)	(10.12)
[深证A指]	(0.11)	(0.07)	0.13	(7.94)

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

近來事件

08/05/2011 1H2011 业绩披露

*报告贡献人: 廖明兵 (liaomb@cicc.com.cn)

公司近况:

西山煤电上半年实现收入 150.8 亿元, 同比增长 66.9%; 实现净利润 18.7 亿元, 折合每股收益 0.59 元, 同比增长 9.8%。其中 2QEPS 为 0.27 元, 环比减少 15.2%, 低于我们和市场的预期。

评论:

单位成本和期间费用较快上升, 抵消了煤炭价格上涨的贡献。1H11 商品煤销量同比增长 21.8%, 吨煤售价同比上涨 13.0%, 推动煤炭收入大幅增长 37.7%。但单位成本亦同比增长 13.0%, 销售费用率和管理费用率分别上升 2.0 个百分点和 0.6 个百分点。环比来看, 2 季度本部净利润环比减少 7587 万元 (折合 EPS0.024 元), 子公司则减少 8426 万元 (折合 EPS0.027 元)。

焦化业务仍处亏损并拖累业绩。1H11 焦炭产量同比增长 202.0%, 焦炭价格同比下降 3.6%, 焦化业务收入增长 184.8%, 占总收入比重达到 31.1%。但焦化毛利率仅为 1.1%, 同比下降 0.2 个百分点, 意味着仍处于亏损状态。

随着斜沟矿运力瓶颈缓解和整合矿投产, 产量增长有一定保障。随着外运铁路改造基本完工, 斜沟矿下半年产量将环比上升, 全年产量有望达到 1800 万吨, 2012 年将进一步增至 2000 万吨以上。临汾整合矿井 2011 年将贡献约 100 万吨, 2012 年有望增加至 300 万吨以上。因此, 2011-2012 年煤炭产量增速均在 20% 以上。

保障房加速和钢铁再库存启动有望推动中期焦煤价格上涨。三季度后期钢铁企业再库存启动和保障房建设加速将提振焦煤需求, 焦煤价格有望出现显著上涨。此外, 国家正在制定焦煤保护性开采方案, 公司作为国内主焦煤龙头将受益。

盈利预测假设:

小幅下调 2011/12 年盈利预测。维持 2011/12 年煤炭均价上涨 12%/9%、综合成本涨幅 9%/7% 的预测不变, 小幅上调销售费用率和管理费用率各 0.5 个百分点, 将焦炭业务由略微盈利调至盈亏平衡。2011/12 年 EPS 分别下调至 1.23 元和 1.43 元, 下调幅度为 3.7% 和 2.5%。

估值与建议:

维持“审慎推荐”。公司目前股价对应的 2011/12 年 P/E 为 19.5/16.7 倍, 略高于行业中值的 19.5/16.2 倍, 作为焦煤龙头具有一定估值优势。下半年煤炭产量增长有望推动业绩环比改善, 2012 年增长有较强的保障, 但考虑到公司成本和费用控制不佳, 焦炭业务短期仍较低迷, 维持“审慎推荐”评级。

风险:

斜沟矿二期或小煤矿整合进度低于预期; 节能减排力度超预期。

图表 1: 西山煤电盈利预测关键假设

	2009A	2010A	2011E	2012E	2009 YoY	2010 YoY	2011 YoY	2012 YoY
煤炭产量 (万吨)	1,856	2,579	3,100	3,800	14.6%	39.0%	20.2%	22.6%
煤炭销量 (万吨)	1,780	2,111	2,414	2,782	10.1%	18.6%	14.4%	15.2%
平均煤价 (元/吨)	609	730	818	888	-17.7%	19.9%	12.1%	8.5%
煤炭单位成本 (元/吨)	331	363	393	422	-2.2%	9.7%	8.5%	7.4%
发电量 (亿千瓦时)	47.3	46.9	81.0	112.6	-2.2%	-0.9%	72.8%	39.0%
售电量 (亿千瓦时)	42.6	39.7	81.0	112.6	-2.2%	-6.8%	104.1%	39.0%
加权电价 (元/千瓦时)	0.336	0.352	0.363	0.373	5.6%	4.9%	3.0%	3.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 西山煤电单季度盈利

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ	YoY
营业收入	2,316	2,978	4,361	3,600	2,993	2,781	3,191	3,372	3,423	5,612	6,580	1,328	7,490	7,588	1.3%	35.2%
营业成本	1,218	1,763	1,887	2,188	1,634	1,595	1,811	1,986	1,829	3,597	4,518	(357)	4,908	5,110	4.1%	42.0%
毛利润	1,098	1,214	2,473	1,412	1,359	1,186	1,380	1,386	1,594	2,015	2,062	1,684	2,583	2,478	-4.1%	23.0%
营业税金及附加	27	32	42	89	52	49	53	53	53	73	71	75	90	80	-10.1%	9.5%
营业费用	58	57	100	170	84	72	108	189	82	117	131	249	295	333	12.8%	183.9%
管理费用	179	250	335	712	178	305	370	561	236	490	493	1,102	625	672	7.6%	37.1%
财务费用	26	25	27	28	24	20	23	48	50	78	79	(4)	98	143	45.8%	84.5%
资产减值损失	0	10	0	(2)	0	4	0	1	0	18	0	(3)	0	0	n.a.	n.a.
其他经营收益	0	0	0	(42)	0	0	0	(119)	0	(29)	(10)	(94)	0	13	n.a.	n.a.
营业利润	809	840	1,970	374	1,021	736	826	414	1,173	1,209	1,278	173	1,475	1,263	-14.4%	4.5%
营业外收支净额	(2)	(2)	(4)	(9)	31	(4)	(1)	51	3	(0)	(7)	7	(5)	(9)	73.2%	n.a.
利润总额	807	838	1,967	365	1,052	732	825	465	1,177	1,209	1,272	180	1,470	1,254	-14.7%	3.8%
所得税	156	252	498	85	275	170	194	138	297	326	329	92	384	348	-9.5%	6.8%
净利润	651	586	1,469	280	777	562	631	326	880	883	943	88	1,086	906	-16.6%	2.6%
少数股东损益	9	(6)	33	(10)	36	0	9	21	16	42	76	15	74	48	-35.5%	12.5%
归属母公司净利润	642	592	1,436	290	740	561	622	306	863	841	867	73	1,012	858	-15.2%	2.1%
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.19	0.46	0.09	0.23	0.18	0.20	0.10	0.27	0.27	0.28	0.02	0.32	0.27	-15.2%	2.1%
毛利率	47.4%	40.8%	56.7%	39.2%	45.4%	42.6%	43.2%	41.1%	46.6%	35.9%	31.3%	126.9%	34.5%	32.7%	-1.8%	-3.2%
营业利润率	34.9%	28.2%	45.2%	10.4%	34.1%	26.5%	25.9%	12.3%	34.3%	21.5%	19.4%	13.0%	19.7%	16.6%	-3.1%	-4.9%
净利率	28.1%	19.7%	33.7%	7.8%	26.0%	20.2%	19.8%	9.7%	25.7%	15.7%	14.3%	6.6%	14.5%	11.9%	-2.6%	-3.8%
营业费用率	2.5%	1.9%	2.3%	4.7%	2.8%	2.6%	3.4%	5.6%	2.4%	2.1%	2.0%	18.7%	3.9%	4.4%	0.4%	2.3%
管理费用率	7.7%	8.4%	7.7%	19.8%	5.9%	11.0%	11.6%	16.7%	6.9%	8.7%	7.5%	83.0%	8.3%	8.9%	0.5%	0.1%
财务费用率	1.1%	0.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	1.4%	1.5%	1.4%	1.2%	-0.3%	1.3%	1.9%	0.6%	0.5%
有效税率	19.3%	30.1%	25.3%	23.3%	26.1%	23.3%	23.5%	29.8%	25.2%	26.9%	25.8%	51.1%	26.1%	27.7%	1.6%	0.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史及预测的财务指标

利润表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,803	13,255	12,337	16,942	30,666	39,297
营业成本	4,374	7,057	7,026	9,588	20,041	25,570
营业税金及其他	83	190	207	272	492	1,474
营业费用	458	384	454	579	1,227	1,572
管理费用	918	1,475	1,414	2,320	3,527	4,519
财务费用	114	106	115	202	20	-127
投资收益	14	-42	-119	-132	31	31
营业利润	1,861	3,994	2,996	3,833	5,391	6,321
营业外收入	6	4	98	43	0	0
营业外支出	19	20	21	39	0	0
利润总额	1,849	3,977	3,073	3,837	5,391	6,321
所得税	512	992	777	1,043	1,348	1,580
归属母公司股东净利润	1,286	2,959	2,230	2,644	3,873	4,515
资产负债表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	2,114	3,056	5,459	6,680	6,675	12,060
应收帐款	345	599	494	498	902	1,156
存货	348	483	324	788	1,646	2,101
长期投资	485	862	1,941	1,543	1,496	1,496
固定资产	5,751	5,276	6,539	9,217	9,240	9,406
无形资产	201	193	185	286	257	231
总资产	12,186	16,556	23,270	28,953	30,525	35,163
循环贷款	120	96	1,180	1,000	0	0
应付账款	1,546	1,724	2,205	3,620	7,462	9,521
预收账款	118	436	430	530	530	530
一年内到期的长期负债	40	438	288	208	0	0
流动负债	2,685	4,575	5,766	7,495	10,320	12,907
长期银行贷款	2,368	2,105	3,207	4,359	4,359	4,359
负债总额	5,272	6,748	11,954	14,861	14,697	17,285
股本	1,212	2,424	2,424	3,151	3,151	3,151
归属母公司股东权益	6,400	8,699	10,063	12,644	14,210	16,035
少数股东权益	513	1,109	1,254	1,448	1,618	1,843
现金流量表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动产生现金流	2,083	3,128	3,055	3,363	8,522	10,015
投资活动产生现金流	-903	-2,327	-5,021	-2,107	-2,005	-2,067
融资活动产生现金流	-270	140	4,369	-35	-6,522	-2,563

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 可比公司估值

A股煤炭公司	投资评级	Market Cap (RMB Mn)	Price(RMB) 2011-8-4	Upside	YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
焦煤公司																				
西山煤电*	审慎推荐	75,597	23.99			0.84	1.23	1.43	19%	46%	17%	28.6	19.5	16.7	4.01	4.51	5.09	6.0	5.3	4.7
平煤股份*	中性	32,065	13.58		(16%)	0.78	0.91	1.08	31%	16%	18%	17.3	14.9	12.6	3.96	4.69	5.56	3.4	2.9	2.4
开滦股份*	中性	23,224	18.81		(7%)	0.70	0.78	0.81	6%	11%	3%	26.7	24.0	23.3	4.67	5.34	6.03	4.0	3.5	3.1
潞安环能*	审慎推荐	76,557	33.27		12%	1.49	1.75	2.01	63%	17%	15%	22.3	19.1	16.5	5.17	6.11	7.26	6.4	5.4	4.6
冀中能源		64,021	27.68		38%	1.04	1.39	1.71	(25%)	34%	23%	26.7	20.0	16.2	5.53	5.92	7.07	5.0	4.7	3.9
煤气化		13,106	25.51		(2%)	0.46	0.78	1.17	(38%)	70%	51%	55.8	32.9	21.7	5.96	5.72	6.29	4.3	4.5	4.1
盘江股份		37,812	34.27		5%	1.22	1.58	2.00	36%	30%	26%	28.1	21.7	17.2	6.23	6.63	8.10	5.5	5.2	4.2
中间值-焦煤																				
									19%	30%	18%	26.7	20.0	16.7				5.0	4.7	4.1
无烟煤公司																				
兰花科创*	审慎推荐	26,749	46.83		(1%)	2.30	2.95	3.70	3%	28%	25%	20.4	15.9	12.7	11.46	13.91	16.68	4.1	3.4	2.8
神火股份*	审慎推荐	28,459	16.94		8%	0.69	1.01	1.27	93%	47%	25%	24.6	16.7	13.3	2.68	3.39	4.28	6.3	5.0	4.0
阳泉煤业*	审慎推荐	63,492	26.40		(8%)	1.00	1.14	1.25	30%	13%	10%	26.3	23.3	21.1	3.55	4.57	5.69	7.4	5.8	4.6
昊华能源		28,800	28.80		35%	0.93	1.27	1.56	(10%)	36%	23%	30.9	22.7	18.4	5.39	7.79	9.28	5.3	3.7	3.1
中间值-无烟煤																				
									17%	32%	24%	25.4	19.7	15.9				5.8	4.3	3.5
动力煤公司																				
中国神华*	推荐	592,909	29.60		20%	1.87	2.21	2.44	23%	18%	10%	15.8	13.4	12.1	9.90	11.30	12.89	3.0	2.6	2.3
兖州煤业**	审慎推荐	146,350	33.66		19%	1.83	1.98	2.19	132%	8%	11%	18.4	17.0	15.4	7.47	8.85	10.35	4.5	3.8	3.3
中煤能源*	审慎推荐	135,264	10.75		(1%)	0.52	0.64	0.81	4%	24%	25%	20.6	16.7	13.3	5.54	5.99	6.56	1.9	1.8	1.6
伊泰B股		9,421	41.43		(10%)	3.45	4.04	4.28	61%	17%	6%	12.0	10.3	9.7	8.86	11.80	14.90	4.8	3.5	2.8
大同煤业		29,658	17.72		(16%)	0.77	0.89	1.09	(14%)	16%	22%	23.0	19.8	16.2	5.80	4.03	4.57	3.1	4.4	3.9
上海能源		18,487	25.58		(10%)	1.84	1.99	2.29	40%	8%	15%	13.9	12.9	11.2	8.85	n.a.	n.a.	2.9	n.a.	n.a.
恒源煤电		22,459	51.22		(1%)	2.37	2.51	2.90	100%	6%	16%	21.6	20.4	17.7	13.29	14.48	16.99	3.9	3.5	3.0
露天煤业		27,768	20.93		(18%)	1.10	1.17	1.38	49%	6%	18%	19.0	17.9	15.1	2.96	3.41	4.41	7.1	6.1	4.8
郑州煤电		7,304	11.61		(6%)	0.21	0.26	0.30	15%	24%	15%	55.3	44.7	38.7	2.93	n.a.	n.a.	4.0	n.a.	n.a.
国投新集		23,204	12.54		(11%)	0.68	0.75	0.99	51%	11%	31%	18.4	16.6	12.7	4.03	n.a.	n.a.	3.1	n.a.	n.a.
安源股份		4,647	17.26		(2%)	0.16	n.a.	n.a.	103%	n.a.	n.a.	107.9	n.a.	n.a.	2.59	n.a.	n.a.	6.7	n.a.	n.a.
靖远煤电		3,075	17.29		(18%)	0.32	0.42	0.55	7%	31%	30%	54.0	41.2	31.7	2.66	n.a.	n.a.	6.5	n.a.	n.a.
大有能源		4,343	34.07		0%	0.04	2.17	2.34	(77%)	5326%	8%	853.9	15.7	14.5	2.46	16.00	25.80	13.8	2.1	1.3
山煤国际		24,023	32.03		(7%)	1.01	1.39	1.93	23%	38%	39%	31.7	23.0	16.6	4.66	5.64	7.41	6.9	5.7	4.3
平庄能源		16,290	16.06		5%	0.64	0.72	0.82	39%	13%	13%	25.1	22.2	19.6	3.89	4.34	5.20	4.1	3.7	3.1
远兴能源		6,841	8.91		(2%)	0.14	n.a.	n.a.	(88%)	n.a.	n.a.	63.6	n.a.	n.a.	2.89	n.a.	n.a.	3.1	n.a.	n.a.
中间值-动力煤																				
									31%	17%	15%	22.3	17.4	15.2				4.0	3.6	3.1
中间值-A股煤炭																				
									23%	18%	18%	25.1	19.5	16.2				4.5	3.8	3.3
H股煤炭公司																				
		Market Cap (HKD Mn)	Price(HKD) 2011-8-4		YTD	EPS(RMB)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(RMB)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中国神华*	推荐	718,325	37.35	15.7%	15%	1.92	2.28	2.52	20%	19%	10%	17.0	13.8	12.5	9.97	11.51	13.26	3.3	2.7	2.3
目标价			43.20											14.5						
兖州煤业**	审慎推荐	177,307	28.90	22.5%	22%	1.89	2.05	2.27	125%	9%	11%	13.4	11.9	10.8	7.59	8.98	10.53	3.3	2.7	2.3
目标价			35.40											13.2						
中煤能源*	审慎推荐	163,875	10.88	21.3%	(10%)	0.56	0.70	0.86	1%	24%	23%	16.8	13.2	10.7	5.58	6.12	6.76	1.7	1.5	1.3
目标价			13.20											13.0						
首钢资源* (HKD)	审慎推荐	22,545	4.19	33.7%	(21%)	0.34	0.40	0.43	60%	19%	7%	12.5	10.5	9.8	3.65	3.87	4.25	1.1	1.1	1.0
目标价			5.60																	
恒鼎实业*	推荐	11,277	5.46	52.0%	(17%)	0.34	0.45	0.62	72%	33%	39%	14.1	10.3	7.4	3.51	3.89	4.43	1.6	1.4	1.2
目标价			8.30																	
中间值																				
									60%	19%	11%	14.1	11.9	11.7				1.7	1.5	1.3
国际可比公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(USD) 2011-8-4		YTD	EPS(USD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(USD)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
综合性公司																				
BHP Billiton	澳大利亚	196,577	42.61		(11%)	2.29	4.15	4.92	116%	81%	19%	17.5	9.7	8.1	10.10	10.65	14.28	4.2	4.0	3.0
Rio Tinto	澳大利亚	122,725	81.45		(10%)	7.31	9.53	10.12	165%	30%	6%	10.5	8.0	7.6	29.73	37.03	45.51	2.7	2.2	1.8
Anglo American	英国	36,081	44.62		(18%)	5.43	5.77	6.93	169%	6%	20%	5.0	4.7	3.9	28.07	33.31	39.12	1.6	1.3	1.1
XSTRATA	瑞士	34,553	19.06		(23%)	1.61	2.37	2.86	544%	47%	21%	7.2	4.9	4.1	13.59	16.31	18.98	1.4	1.2	1.0
中间值																				
									167%	39%	19%	8.9	6.5	5.8				2.2	1.8	1.5
印尼煤炭公司																				
Bumi		7,695	0.37		4%	0.02	0.02	0.03	62%	36%	50%	22.9	16.8	11.2	0.05	0.09	0.12	7.7	4.1	3.1
Adaro		9,873	0.31		3%	0.01	0.02	0.02	(24%)	137%	33%	40.6	17.1	12.9	0.07	0.08	0.10	4.6	3.9	3.2
Indo Tambora		6,438	5.70		(5%)	0.18	0.42	0.56	(40%)	132%	34%	31.7	13.7	10.2	0.69	0.90	1.18	8.3	6.3	4.8
Tambang Batubara		5,676	2.46		(9%)	0.10	0.18	0.22	(7%)	76%	21%	24.0	13.6	11.3	0.35	0.45	0.57	7.0	5.5	4.3
中间值																				
									(15%)	104%	33%	27.8	15.3	11.2	0.21	0.27	0.34	7.4	4.8	3.8
美国煤炭公司																				
Peabody		14,625	54.02		(16%)	2.88	4.50	5.99	71%	56%	33%	18.8	12.0	9.0	19.37	21.50	27.45	2.8	2.5	2.8
Arch Coal		4,933	23.85		(32%)	0.98	2.17	3.81	250%	122%	75%	24.3	11.0	6.3	17.05	18.61	20.72	1.4	1.3	1.4
Consol		11,223	49.52		2%	1.61	2.94	4.48	(46%)	83%	52%	30.8	16.8	11.1	14.20	15.42	19.57	3.5	3.2	3.5
Alpha		9,092	40.08		(33%)	0.80	4.37	6.16	25%	447%	61%	50.1	9.2	6.5	22.57	27.04	30.56	1.8	1.5	1.8
中间值																				
									48%	102%	52%	27.5	11.5	7.8				2.3	2.0	2.3
澳大利亚煤炭公司																				
		Market Cap (USD Mn)	Price(AUD) 2011-8-4		YTD	EPS(AUD)			EPS Growth			P/E(x)			BPS(AUD)			P/B(x)		
						2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
Coal & Allied		8,728	94.78		(21%)	8.13	7.43	9.84	20%	(9%)	33%	11.7	12.8	9.6	18.76	21.31	26.65	5.1	4.4	5.1
New Hope		4,565	5.17		7%	0.22	0.18	0.30	(91%)	(17%)	62%	23.2	28.1	17.3	2.77	2.92	3.06	1.9	1.8	1.9
Aquila		2,588	6.50		(34%)	-0.10	-0.08	0.06	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	106.6	1.12	1.03	1.08	5.8	6.3	5.8
Whitehaven		3,261	6.20		(8%)	0.24	0.13	0.39	(60%)	(45%)	194%	25.6	46.6	15.9	2.07	2.10	2.35	3.0	3.0	3.0
中间值																				
									(60%)	(17%)	62%	23.2	28.1	16.6				4.0	3.7	4.0

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

