



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8月18日

建筑与工程

研究部

吴慧敏

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030004

wuhm@cicc.com.cn

张松

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010055

zhangs2@cicc.com.cn

下调至中性

中铁二局 (600528.SH)

1H2011 业绩低于预期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	24,068	40,579	54,688	65,430	74,371
(+/-%)	33%	69%	35%	20%	14%
营业利润	651	759	1,273	1,425	1,581
(+/-%)	69%	17%	68%	12%	11%
净利润	510	672	977	1,104	1,232
(+/-%)	35%	32%	45%	13%	12%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.46	0.67	0.76	0.84
市盈率	20.0	15.2	10.5	9.2	8.3
市净率	2.6	2.4	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.1	8.7	8.0	7.2	6.5
净资产收益率(%)	12.9%	16.1%	19.9%	19.1%	18.2%
现金分红收益率(%)	2.9%	1.4%	1.6%	2.2%	2.4%
净利润率	2.1%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
总资产回报率	2.3%	2.5%	3.1%	2.7%	2.6%
资产负债率	80.7%	82.4%	82.8%	84.4%	84.0%

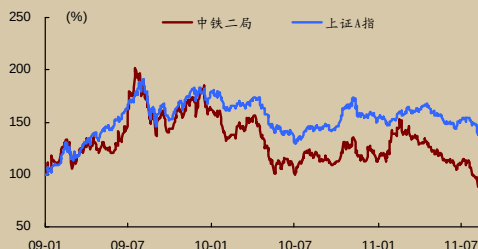
股票信息

股票代码	A股
当前股价	600528.CH
日成交量(百万股)	人民币7.00
52周最高价/最低价	3.44
发行股数(百万股)	人民币12.24/6.51
市值(百万元)	1,459
流通A股(百万股)	10,214
主要股东(持股比例)	1,293
	中铁二局集团公司(49.74%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
600528.CH	+0.00	-21.08	-25.95	-21.95
上证A指	+2.04	-7.65	-9.44	-7.34
A股建筑指数	+0.51	-9.23	-8.05	-5.81

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

近来事件

- 21/06/2011** 建筑行业周报: 铁路投资快速下降, 对外工程承包显著回暖;
- 07/19/2011** 建筑行业周报: 上半年投资趋势分析;
- 08/16/2011** 建筑行业周报: 铁路建设投资下调的空间有多大?

1H2011 业绩低于预期:

- **1H2011 业绩低于预期:** 1H2011, 中铁二局实现销售收入 271.6 亿, 同比增长 29.1%; 归属母公司股东净利润 3.96 亿元, 对应每股盈利 0.27 元, 同比下降 12.2%, 低于我们和市场的预期。
- **收入实现稳步增长:** 主要来自于铁路施工和物资销售, 分别同比增长 22.3% 和 66.1%;
- **毛利率下降 1.1 个百分点:** 主要由于 1) 毛利率较低的物资销售业务收入大幅增长, 占比提升, 拉低了整体毛利率水平; 2) 由于原材料和人工成本的上涨, 铁路和非铁路施工业务毛利率分别下降 0.2 和 1.6 个百分点;
- **借款增加, 财务费用率大幅上升:** 1H2011 财务费用率上升 0.2 个百分点, 主要源自报告期内公司借款大幅增加, 相比年初, 公司短期借款增长 25.8%, 长期借款增长 36.2%;
- **1H2011 公司新签合同额 239.5 亿元, 较去年同期下降 22.6%, 是公司年度目标 440 亿的 54.4%。**分项来看, 受制于上半年铁道部暂停招标影响, 公司铁路项目新签订单 1.1 亿元, 同比下降九成以上; 同时公司加大非铁路市场拓展, 非铁路领域新签合同 238.4 亿元, 同比增长 2.5 倍;

发展趋势:

公司铁路施工业务受制于“十二五”铁路投资下调影响, 增长乏力, 非铁路施工仍受益于西部大开发的加速, 预计公司未来施工业务重点将向非铁路施工业务发展;

下调盈利预测

上半年业绩低于预期, 同时考虑到未来铁路投资的下降, 我们下调公司 2011、2012 年盈利预测 11.5% 和 16.2%, 分别至 11.0 亿元和 12.3 亿元, 对应每股收益 0.76 和 0.84 元, 分别同比增长 13.0% 和 11.6%;

估值和投资建议

当前股价下, 中铁二局 2011、2012 年的市盈率分别为 9.2 倍和 8.3 倍, 估值位于板块中部。考虑到在铁路投资下调的背景下, 公司主要业务板块铁路施工业务收入增长乏力, 甚至可能出现下降, 我们将公司的评级由“推荐”下调至“中性”。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1H2011 业绩低于预期

- **1H2011 业绩低于预期:** 1H2011, 中铁二局实现销售收入 271.6 亿, 同比增长 29.1%; 归属母公司股东净利润 3.96 亿元, 对应每股盈利 0.27 元, 同比下降 12.2%, 低于我们和市场的预期;
- **收入实现稳步增长:** 1) 铁路施工收入增长 22.3%: 高于全国铁路建设投资 3.1% 的增长水平, 主要由于公司地处西南, 受益于西部大开发的加速。2) 非铁路施工收入同比增长 6.3%: 主要由于报告期内公司资源仍主要向铁路领域倾斜; 3) 物资销售大幅增长 66.1%: 受益于工程建设的加速及相关原材料的需求旺盛;
- **毛利率下降 1.1 个百分点:** 主要由于 1) 毛利率较低的物资销售业务收入大幅增长, 占比提升, 拉低了整体毛利率水平; 2) 由于原材料和人工成本的上涨, 铁路和非铁路施工业务毛利率分别下降 0.2 和 1.6 个百分点;
- **借款增加, 财务费用率大幅上升:** 1H2011 公司营业费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.3%、1.9% 和 0.4%, 营业费用率和管理费用率与 1H2010 基本持平, 财务费用率上升 0.2 个百分点, 主要源自报告期内公司借款大幅增加, 相比年初, 公司短期借款增长 25.8%, 长期借款增长 36.2%;

图表 1: 公司各业务板块销售收入实现稳定增长

分部收入	1H2010	占比 (%)	1H2011	占比 (%)	YoY (%)
铁路施工	8,477	40.3%	10,363	38.2%	22.3%
非铁路施工	6,848	32.6%	7,278	26.8%	6.3%
房地产销售	266	1.3%	473	1.7%	78.1%
物资销售及其他	5,449	25.9%	9,050	33.3%	66.1%
合计	21,039	100.0%	27,164	100.0%	29.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

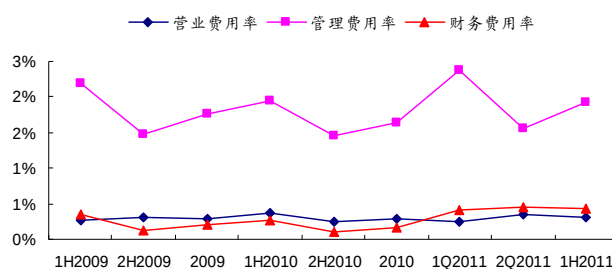
图表 2: 公司各业务板块毛利贡献及毛利率水平结构

分部毛利	1H2010	占比 (%)	1H2011	占比 (%)	YoY (%)
铁路施工	745	44.6%	886	47.6%	18.9%
非铁路施工	743	44.5%	672	36.1%	-9.4%
房地产销售	54	3.3%	109	5.9%	100.6%
物资销售和其他	128	7.6%	195	10.5%	52.8%
合计	1,669	100.0%	1,862	100.0%	11.6%

分部毛利率	1H2010	1H2011	+/- (%)
铁路施工	8.8%	8.5%	-0.2%
非铁路施工	10.8%	9.2%	-1.6%
房地产销售	20.5%	23.1%	2.6%
物资销售和其他	2.3%	2.2%	-0.2%
综合毛利率	7.9%	6.9%	-1.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 3: 公司财务费用率上升



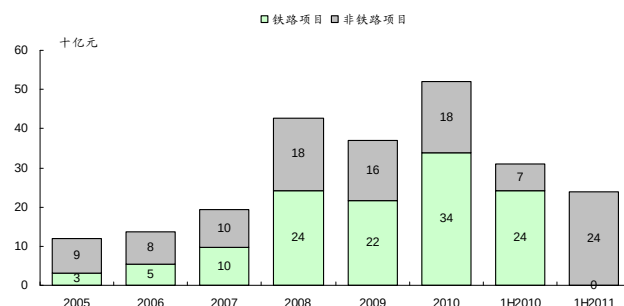
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

铁路新签订单大幅下降

1H2011 公司新签合同额 239.5 亿元, 较去年同期下降 22.6%, 是公司年度目标 440 亿的 54.4%。

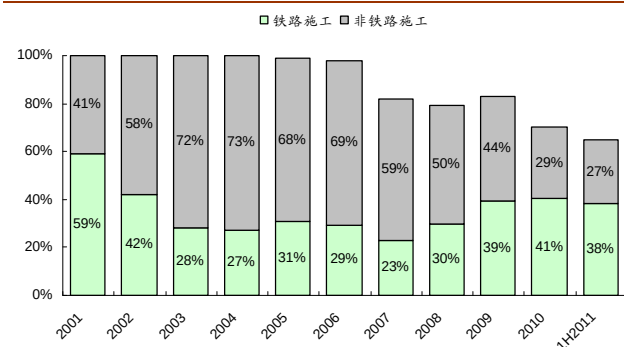
分项看, 受制于上半年铁道部暂停招标影响, 公司铁路项目新签订单 1.1 亿元, 同比下降九成以上; 同时公司加大非铁路市场拓展, 非铁路领域新签合同 238.4 亿元, 同比增长 2.5 倍;

图表 4: 公司历年工程类新签合同额分布



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 公司历年收入结构分布



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

往前看, 受十二五铁路投资下调影响, 公司铁路施工业务增长乏力

- ▶ 在高铁减速、暂停审批等背景下，我们认为“十二五”期间若没有新开工项目，对应“十二五”期间投资额影响在20%左右，即“十二五”铁路投资将从2.8万亿，下调至2.2万亿，对应公司铁路施工业务将增长乏力；而非铁路施工仍受益于西部大开发的加速，预计公司未来施工业务重点将向非铁路施工业务发展；
- ▶ 公司是最早尝试涉足房地产业务的建筑工程公司之一，公司2011年上半年底房地产业务预收款余额达23.8亿元，随着这部分预售项目逐步进入结算，房地产业务将有望成为公司2011年之后业绩的重要贡献之一。

图表 6：房地产业务预收款情况

百万元	年初数	年末数	预计竣工时间	预售比例(%)
中铁瑞城新界一期	5	8	已竣工	96%
中铁瑞城新界二期	82	16	已竣工	95%
中铁瑞城新界三期	1,072	1,247	2011	90%
月映长滩A组团	301	236	已竣工	85%
月映长滩B组团	66	90	2011	31%
蜀郡项目	214	131	已竣工	97%
西郡英华一期（西蜀国际）	128	126	2012	86%
檀木林国宾府一期	19	44	已竣工	96%
檀木林国宾府二期	47	104	2012	56%
锦隆时代	1	2	已竣工	96%
中铁瑞城龙郡	46	81	已竣工	60%
都江堰假日青城-365号院一期	2	1	已竣工	100%
都江堰假日青城365号院二期	15	51	2011	79%
花水湾月麓湾一期	7	37	已竣工	97%
和睦人家三期	0	0	已竣工	100%
中铁瑞城三号线	0	65	2012	38%
香雪岭一期	0	3	2011	3%
东山国际新城H区	0	137	2013	45%
合计	2,005	2,378		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

下调盈利预测

上半年业绩低于预期，同时考虑到未来铁路投资的下降，我们下调公司2011、2012年盈利预测11.5%和16.2%，分别至11.0亿元和12.3亿元，对应每股收益0.76和0.84元，分别同比增长13.0%和11.6%；

估值和投资建议

当前股价下，中铁二局2011、2012年的市盈率分别为9.2倍和8.3倍，估值位于板块中部。考虑到在铁路投资下调的背景下，公司主要业务板块铁路施工业务收入增长乏力，甚至可能出现下降，我们将公司的评级由“推荐”下调至“中性”。

图表 7: 1H2011 业绩分析

百万元	1H2009	2H2009	2009	1H2010	2H2010	2010	1Q2011	2Q2011	1H2011	YoY %	CICC Comments
营业收入	16,847	23,732	40,579	21,039	33,648	54,688	12,335	14,829	27,164	29.1%	主要来自于铁路施工和物资销售，分别同比增长22.3%和66.1%
减：营业成本	15,565	22,166	37,730	19,370	31,661	51,030	11,440	13,862	25,302		
营业税金及附加	492	692	1,184	558	826	1,384	280	356	637		
毛利	790	874	1,665	1,112	1,162	2,274	615	610	1,225	10.2%	毛利率下滑
营业费用	46	74	120	77	81	158	31	50	81		
管理费用	369	350	719	409	490	899	294	230	523		
财务费用	59	27	87	54	37	91	51	66	118	117.9%	财务费用率上升
资产减值损失	11	27	37	32	(44)	(13)	(3)	4	1		
投资收益	(14)	71	57	49	85	134	2	0	2		
营业利润	293	467	759	589	683	1,273	245	260	505	-14.4%	
加：营业外收入	14	40	54	15	61	77	7	11	18		
减：营业外支出	10	6	16	4	13	17	3	3	5		
利润总额	297	501	798	601	731	1,332	249	268	517		
减：所得税费用	53	50	103	112	126	238	46	42	88		
少数股东收益	(31)	54	23	38	79	117	21	12	33		
母公司股东净利润	275	397	672	451	526	977	182	214	396	-12.2%	业绩低于预期
总股本	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459	1,459		
稀释每股收益（人民币元）	0.19	0.27	0.46	0.31	0.36	0.67	0.12	0.15	0.27	-12.2%	
毛利率	7.6%	6.6%	7.0%	7.9%	5.9%	6.7%	7.3%	6.5%	6.9%	-1.1%	主要源于原材料和人工成本的上涨及低毛利业务收入占比增加
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	-0.1%	
管理费用率	2.2%	1.5%	1.8%	1.9%	1.5%	1.6%	2.4%	1.5%	1.9%	0.0%	
财务费用率	0.4%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	借款增加，财务费用率上升
净利率	1.6%	1.7%	1.7%	2.1%	1.6%	1.8%	1.5%	1.4%	1.5%	-0.7%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 历史及预测财务数据

截至12月31日	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (人民币百万元)							
主营业务收入	13,990	18,069	24,068	40,579	54,688	65,430	74,371
主营业务利润	823	768	1,436	1,665	2,274	2,756	3,147
减: 营业费用	37	120	128	120	158	182	200
管理费用	581	544	648	719	899	1,034	1,130
财务费用	103	61	117	87	91	212	322
营业利润	60	386	651	759	1,273	1,425	1,581
税前利润	62	433	667	798	1,332	1,500	1,671
减: 所得税	3	64	108	103	238	267	297
减: 少数股东损益	4	(7)	49	23	117	129	142
净利润	55	377	510	672	977	1,104	1,232
资产负债表 (人民币百万元)							
应收款项	4,469	7,237	8,585	11,296	13,998	17,604	20,437
存货	2,544	5,235	7,133	9,239	11,941	14,357	16,316
货币资金	1,360	3,004	3,810	2,746	2,333	5,448	6,282
流动资产合计	8,374	15,476	19,688	23,441	28,334	37,483	43,124
固定资产	1,092	1,354	1,574	1,812	2,351	2,750	3,004
应付款项	3,562	7,779	11,477	14,363	19,255	23,726	26,921
短期借款	1,580	2,941	3,544	2,552	4,871	8,371	9,371
流动负债合计	7,469	12,944	17,182	21,092	25,907	34,285	38,917
长期借款	265	827	699	683	486	786	1,086
负债合计	7,738	13,841	18,133	21,869	26,425	35,106	40,042
股东权益	1,985	3,616	3,936	4,173	4,901	5,784	6,770
总资产	9,924	17,694	22,471	26,537	31,923	41,617	47,679
现金流量表 (人民币百万元)							
经营活动现金流	-274	135	1,036	10	723	604	947
投资活动现金流	-210	-1,148	-361	-586	-74	-790	-728
筹资活动现金流	607	2,113	280	-487	-1,168	3,302	616
现金及现金等价物净增加额	124	1,099	955	-1,063	-519	3,115	835
期初现金及现金等价物余额	1,237	1,231	2,371	3,650	2,586	2,067	5,182
期末现金及现金等价物余额	1,360	2,330	3,325	2,586	2,067	5,182	6,017
财务指标							
毛利率	5.9%	4.2%	6.0%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%
经营利润率	0.4%	2.1%	2.7%	1.9%	2.3%	2.2%	2.1%
净利率	0.4%	2.1%	2.1%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%
股息收益率	0.0%	0.6%	2.9%	1.4%	1.6%	2.2%	2.4%
资产收益率	0.6%	2.1%	2.3%	2.5%	3.1%	2.7%	2.6%
净资产收益率	2.8%	10.4%	12.9%	16.1%	19.9%	19.1%	18.2%
资产负债率	78.0%	78.2%	80.7%	82.4%	82.8%	84.4%	84.0%
净现金/股东权益	28.6%	22.4%	31.0%	45.8%	70.0%	74.6%	73.6%
每股盈利	0.04	0.26	0.35	0.46	0.67	0.76	0.84
每股分红	-	0.04	0.20	0.10	0.11	0.15	0.17
每股净资产	1.4	2.5	2.7	2.9	3.4	4.0	4.6

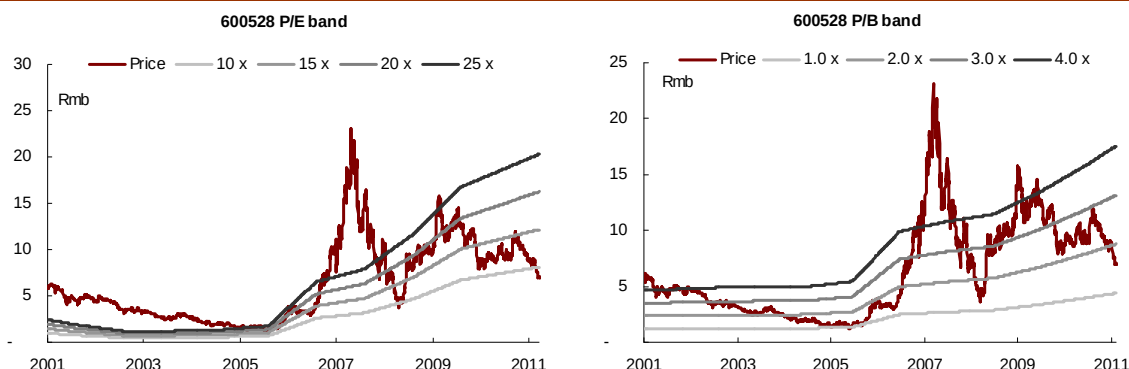
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 9: 可比公司估值表

公司名称	当前股价	市值	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
	11-8-17	(百万美元)	10A	11E	12E	10A	11E	12E	10-12	10A	11E	12E	10A	11E	12E	最近会计年度		
美国	(USD)		(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	59.56	10,352	2.01	3.31	3.95	29.6	18.0	15.1	40.2%	2.9	2.7	2.4	11%	16%	15%	54%	3%	2%
Jacobs Engineering Group	35.14	4,482	1.98	2.58	3.00	17.7	13.6	11.7	23.2%	1.5	1.4	1.2	9%	10%	10%	39%	13%	2%
Shaw Group Inc	23.10	1,669	1.10	0.30	2.34	21.0	76.0	9.9	45.8%	1.2	1.5	1.1	10%	-3%	11%	74%	8%	1%
KBR Huston	29.23	4,408	2.08	2.35	2.62	14.1	12.4	11.2	12.2%	1.9	1.7	1.5	14%	15%	14%	59%	8%	3%
平均值		5,228				20.6	30.0	12.0	30.4%	1.9	1.8	1.6	11%	10%	13%	56%	8%	2%
中间值		4,445				19.4	15.8	11.4	31.7%	1.7	1.6	1.4	11%	13%	13%	56%	8%	2%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	35.63	28,944	3.35	3.50	3.77	10.6	10.2	9.4	6.1%	1.8	1.5	1.4	16%	16%	15%	77%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	23.44	12,362	3.03	3.17	3.62	7.7	7.4	6.5	9.3%	0.9	0.8	0.8	12%	12%	12%	70%	n.a.	3%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	95.50	6,325	9.76	11.73	8.61	9.8	8.1	11.1	-6.1%	2.0	1.7	1.7	19%	32%	16%	73%	10%	3%
Hochtief AG (EUR)	49.60	5,499	4.31	1.26	4.94	11.5	39.4	10.0	7.1%	1.2	1.1	1.1	10%	5%	13%	72%	n.a.	1%
平均值		13,283				9.9	16.3	9.3	4.1%	1.5	1.3	1.2	14%	16%	14%	73%	10%	3%
中间值		9,343				10.2	9.2	9.7	6.6%	1.5	1.3	1.2	14%	14%	14%	72%	10%	3%
日本	(JPY)		(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	341	3,511	-8.73	14.84	16.04	-39.1	23.0	21.3	n.a.	0.9	0.9	0.9	-1%	4%	4%	80%	6%	0%
Kajima Corp.	238	3,285	13.03	14.74	16.26	18.3	16.1	14.6	11.7%	1.0	0.9	0.9	5%	6%	7%	85%	5%	1%
Taisei	195	2,903	19.74	11.61	11.45	9.9	16.8	17.0	-23.8%	0.7	0.7	0.7	7%	4%	5%	80%	9%	1%
Obayashi	367	3,457	-74.21	23.08	26.76	-4.9	15.9	13.7	n.a.	0.8	0.7	0.8	-15%	5%	6%	77%	1%	-4%
平均值		3,289				-4.0	18.0	16.7	-6.1%	0.9	0.8	0.8	-1%	5%	5%	81%	5%	-1%
中间值		3,371				2.5	16.5	15.8	-6.1%	0.8	0.8	0.8	2%	5%	5%	80%	5%	0%
香港	(HK\$)		(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	2.32	9,816	0.42	0.52	0.58	5.5	4.4	4.0	17.7%	0.6	0.5	0.5	11%	12%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	3.81	8,646	0.41	0.92	1.02	9.3	4.2	3.7	57.7%	0.7	0.6	0.5	13%	14%	14%	83%	6%	1%
中文建	5.30	10,083	0.79	0.97	1.13	6.7	5.5	4.7	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	17%	17%	77%	9%	4%
中文建 (A股IPO后)	5.30	10,083	0.64	0.78	0.91	8.3	6.8	5.8	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	17%	17%	77%	9%	4%
中国中冶	2.33	8,969	0.33	0.37	0.44	7.0	6.2	5.3	14.7%	0.8	0.7	0.7	12%	12%	12%	81%	10%	3%
中国建筑国际	7.05	3,245	0.29	0.41	0.53	24.4	17.4	13.3	35.4%	5.5	2.5	2.2	22%	15%	17%	75%	11%	9%
平均值		8,095				10.6	7.5	6.2	29.0%	1.7	1.1	0.9	15%	14%	15%	80%	8%	3%
中间值		9,526				7.0	5.5	4.7	19.2%	0.8	0.7	0.7	13%	14%	14%	81%	9%	3%
国内A股	(RMB)		(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	3.20	9,816	0.35	0.42	0.47	9.1	7.6	6.8	15.6%	1.0	0.9	0.8	11%	12%	12%	81%	6%	2%
中国铁建	4.75	8,646	0.34	0.74	0.83	13.8	6.4	5.8	54.9%	1.0	0.9	0.8	7%	14%	14%	83%	6%	1%
中国建筑	3.46	16,251	0.31	0.41	0.51	11.2	8.5	6.7	29.2%	1.3	1.2	1.1	12%	14%	16%	74%	8%	2%
中国中冶	3.19	8,969	0.28	0.30	0.35	11.5	10.5	9.0	12.7%	1.4	1.2	1.1	12%	12%	12%	81%	10%	3%
葛洲坝	9.97	5,443	0.39	0.54	0.70	25.3	18.6	14.2	33.4%	3.4	3.0	2.6	13%	16%	19%	76%	12%	4%
中铁二局	7.00	1,599	0.67	0.76	0.84	10.5	9.2	8.3	12.3%	2.1	1.8	1.5	20%	19%	18%	83%	4%	2%
隧道股份	9.01	1,035	0.75	0.72	0.85	11.9	12.4	10.6	6.1%	1.5	1.4	1.2	12%	11%	12%	78%	9%	4%
粤水电*	10.86	565	0.27	0.35	0.46	39.8	31.4	23.7	29.5%	2.5	2.4	2.2	6%	8%	9%	76%	8%	2%
安徽水利*	15.12	792	0.61	0.58	0.74	24.9	26.1	20.5	10.3%	5.9	4.6	3.8	24%	18%	19%	75%	14%	5%
平均值		5,902				17.5	14.5	11.7	22.7%	2.2	1.9	1.7	13%	14%	15%	79%	8%	3%
中间值		5,443				11.9	10.5	9.0	15.6%	1.5	1.4	1.2	12%	14%	14%	78%	8%	2%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 10: 历史 PE、PB band



资料来源: Bloomberg, 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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED