



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24日

机械

研究部

罗炜¹

分析师，SAC 执业证书编号
S0080200010014
luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

中集集团 (000039.SZ/200039.SZ)

四季度集装箱市场或存反弹机会

A 股主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47,327	20,476	51,768	64,949	74,914	86,345
(+/-%)	-2.9%	-56.7%	152.8%	25.5%	15.3%	15.3%
毛利	5,426	3,022	8,094	10,737	12,576	14,658
(+/-%)	10.7%	-44.3%	167.8%	32.7%	17.1%	16.6%
归属于母公司股东净利润	1,407	959	3,002	4,154	4,916	5,673
(+/-%)	-55.6%	-31.8%	213.0%	38.4%	18.3%	15.4%
摊薄每股收益 (元)	0.53	0.36	1.13	1.56	1.85	2.13
每股经营现金流 (元)	1.26	0.36	0.56	2.12	1.93	2.36
市盈率 (倍)	35.7	52.4	16.7	12.1	10.2	8.9
市净率 (倍)	3.7	3.5	3.1	2.6	2.1	1.8
股价/经营现金流 (倍)	14.9	51.8	33.9	8.9	9.8	8.0
EV/EBITDA (倍)	20.5	23.3	11.2	8.5	7.1	6.0
净资产收益率 (%)	10.5%	6.8%	18.5%	21.2%	20.9%	20.1%
投入资本回报率 (%)	6.3%	4.3%	12.4%	15.0%	15.4%	15.3%

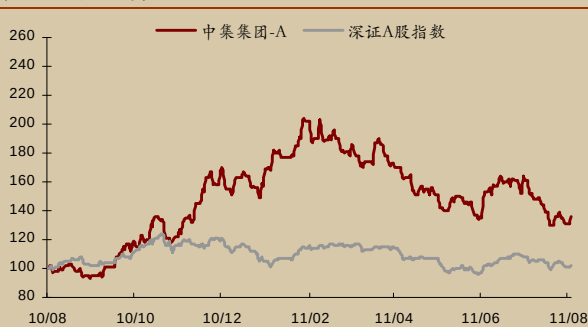
B 股主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	47,327	20,476	51,768	64,949	74,914	86,345
(+/-%)	-3%	-57%	153%	25%	15%	15%
毛利	5,426	3,022	8,094	10,737	12,576	14,658
(+/-%)	11%	-44%	168%	33%	17%	17%
归属于母公司股东的净利润	1,407	959	3,002	4,154	4,916	5,673
(+/-%)	-56%	-32%	213%	38%	18%	15%
摊薄每股收益 (元)	0.53	0.36	1.13	1.56	1.85	2.13
每股经营现金流 (元)	1.26	0.36	0.56	2.12	1.93	2.36
市盈率 (倍)	16.4	24.1	7.7	5.6	4.7	4.1
市净率 (倍)	1.7	1.6	1.4	1.2	1.0	0.8
股价/经营现金流 (倍)	7.3	25.4	16.6	4.4	4.8	3.9
EV/EBITDA (倍)	10.9	12.1	6.1	4.6	3.8	3.0
净资产收益率 (%)	10.5%	6.8%	18.5%	21.2%	20.9%	20.1%
投入资本回报率 (%)	6.3%	4.3%	12.4%	15.0%	15.4%	15.3%

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
000039.CH	+0.11	-15.49	-4.17	-16.51
200039.CH	+1.76	-17.22	-29.66	-40.21
深证A指	-1.95	-5.47	+1.00	-11.27
深证B指	+0.72	-9.12	-12.29	-18.12

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

事件:

中集集团于8月23日公布2011年上半年业绩: 公司1-6月共实现销售收入人民币36,478百万元, 较去年同期增长71.8%, 实现归属于母公司净利润2,808百万元, 较去年同期增长207.7%, 按最新股本摊薄后对应2011年1H EPS为1.055元。

公司要点:

上半年公司销售集装箱总计110.83万箱(其中2季度单季54.94万箱), 这一数据已经刷新了2007年下半年公司创造的历史半年度最高水平。我们在前期的公司研究报告报告中曾提示下半年集装箱市场的风险(主要是针对集运需求的放缓和堆场库存的偏高), 从目前的情况来看, 我们估算7-8月份月均干箱销量将减少至10万箱左右, 3季度销量30%-40%的环比下降已是大概率事件。

我们认为4季度的集装箱市场有可能出现环比反弹的机会: 首先, 从运价指数来看, 近期集装箱海运价格指数有企稳反弹迹象, 为集运公司效益和集装箱需求复苏带来潜在可能; 其次, 2季度末较高的堆场库存经过近2个月的消化已有所降低, 为9月份之后的新增订单带来了现实的可能性。

上半年公司业务中主要低于预期的是海洋工程业务, 上半年仅实现收入230百万元(当然这与公司收入确认方式有一定关系), 同比大幅下降87.0%, 造成亏损5.83亿元, 这也验证了我们前期的观点: 公司海工业务长期前景看好, 但实现显著的利润贡献尚需时日。当然, 如果下半年在建的半潜式和自升式平台实现交付, 海工业务的收入和利润仍有望环比大幅改善。

道路运输车辆和能化食品装备业务的业绩增长情况符合预期, 其中能化装备受益于天然气产业链下半年有继续环比增长的可能。

盈利预测与估值:

我们维持中集集团2011-2013年EPS为1.560、1.846、2.131元的预测, 对应A股11-13年P/E分别为12.1X、10.2X、8.9X, B股11-13年P/E分别为5.6X、4.7X、4.1X。

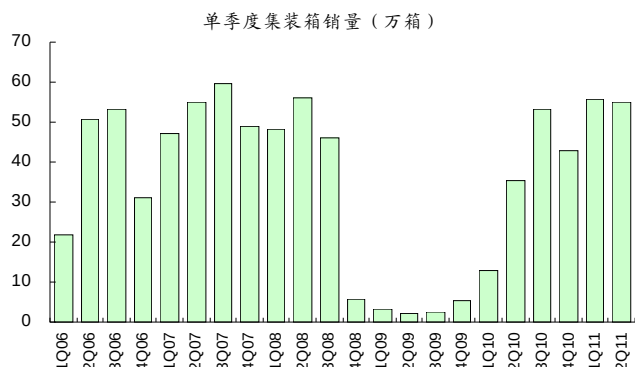
中集集团前期股价有所调整, 消极因素已部分 price in; 3季度可能成为公司业绩短期的低点, 未来2-3年中, 考虑到集装箱更新替代需求的较确定增长, 以及能化装备、海工业务的持续成长或改善, 我们认为公司在中长期仍具备较高投资价值, 建议投资者在集装箱市场出现更明确的好转信号时关注, 维持“审慎推荐”。

¹ 报告贡献人: 张锦 (zhangjin@cicc.com.cn)

集装箱业务：4 季度或存反弹机会

上半年公司销售集装箱总计 110.83 万箱（其中普通干货集装箱 97.72 万 TEU，冷藏集装箱 8.85 万 TEU，特种箱 4.26 万台），2 季度单季 54.94 万箱；这一数据已经刷新了 2007 下半年公司 108.57 万箱的历史半年度最高水平。

图表 1：中集集团单季度集装箱销量变化



资料来源：Clarksons，中金公司研究部

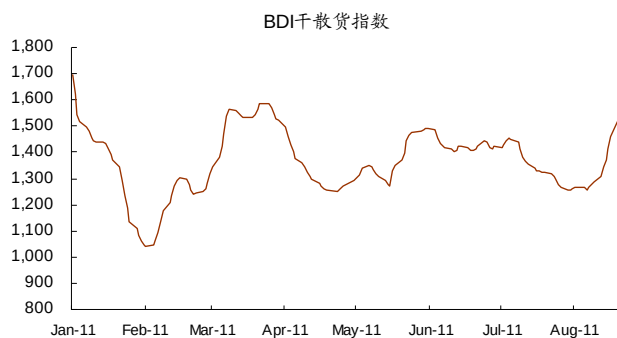
我们在前期的公司研究报告报告中曾提示下半年集装箱市场的风险：一是考虑到全球集运贸易量（根据中金公司航运行业分析员的预测，2011 年全年和 2012 年全球集运量增速分别为 8.0% 和 7.7%，低于此前市场 10% 左右的预期）；二是较高的集装箱堆场库存（2 季度末时堆场库存已达 2 个月以上的产量）。

目前的情况部分验证了我们前期的观点：我们估算 7-8 月份月均集装箱干箱销量将减少至 10 万箱左右，3 季度干箱销量 30%-40% 的环比下降已是大概率事件。

但是，我们认为 4 季度的全球集装箱市场和公司的销量仍有环比反弹的机会：

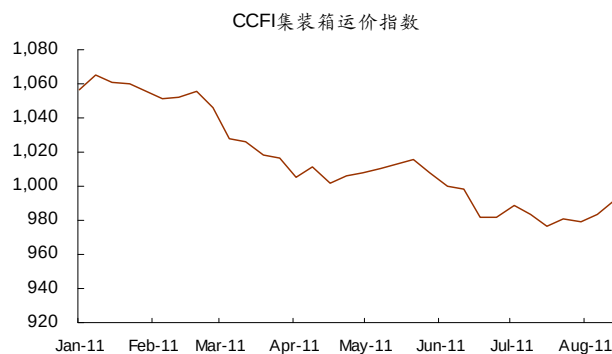
- 首先，从运价指数来看，近期无论是干散货指数还是集运指数都有企稳反弹迹象，为集运公司效益和集装箱需求复苏带来潜在可能。

图表 2：BDI 指数初现触底反弹迹象



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 3：集运价格指数初现触底反弹迹象



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

- 其次，2 季度末较高的堆场库存经过近 2 个月的消化已有所降低，为 9 月份之后的新增订单带来了现实的可能性，我们认为 9 月份的订单状况是较为重要的观察指标。

中长期来看，未来 2-3 年全球集装箱需求量和公司销量仍有望保持增长的趋势，这主要是受益于 2000 年之后第一批集运高速增长时期采购的箱子进入的淘汰更新高峰；此外 2011-2012 年有较多的在建集装箱船会交付投入使用，客观上也拉动了集装箱需求的增长。

图表 4：2012 年集装箱销量对集运量增速敏感性分析

集装箱海运贸易量增速	全球新增性需求量 (万 TEU)	全球更新性需求量 (万 TEU)	集装箱全球需求量 (万 TEU)	中集集团集装箱销量 (不考虑产能)	销量增速
5.0%	150	163	313	172	-5.2%
6.0%	180	163	343	189	3.9%
7.0%	210	163	373	205	13.0%
8.0%	240	163	403	222	22.1%
9.0%	270	163	433	238	31.2%
10.0%	300	163	463	255	40.3%
12.0%	360	163	523	288	58.5%

资料来源：CI-Online，Clarksons，中金公司研究部

海工业务：低于预期，期待下半年交付情况改善

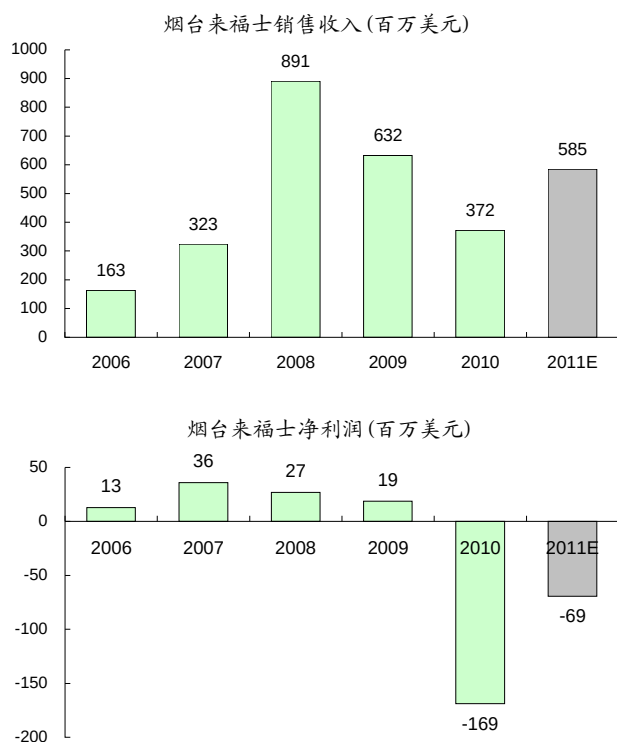
公司的海洋工程业务（烟台来福士）上半年仅实现收入 230 百万元，同比大幅下降 87.0%，造成亏损 5.83 亿元。

海工上半年收入大幅下降除了延迟交付的因素外，也与收入确认方式有一定关系：上半年公司仅交付 2 座海工产品，而目前在建的 5 座自升式平台由于是在没有事先订单的情况下建造，因此无法采用完工百分比法。

来福士目前有剩余在建项目 9 个（2 座半潜式钻井平台，5 座自升式平台，2 座半潜式起重平台），其中为中海油服建造的其余 2 座 COSL 半潜式钻井平台将于下半年完工交付，而 5 座自升式平台也预计在下半年完工，有望获得订单实现交付。我们预计下半年来福士收入与利润业绩有较大环比改善的可能。

由于上半年没有接获新的海工订单（7 月 1 日，中集来福士与 United Faith Group Limited 公司签订了两条 50000 吨级半潜自航船建造总包合同，总价值约 1.4 亿美元），来福士对 2011 年全年接单的目标调整为 10 亿美元。考虑到海工平台一般 24-36 个月的建造周期，即使下半年接单继续取得突破，预计 2012 年公司交付量也会大幅减少。当然，我们预计来福士 2012 年有望进一步减亏，但是为如我们先前报告中的观点，海工业务为中集集团贡献较为显著的利润仍需要时日。

图表 5：中集来福士收入及净利润变化及预测



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

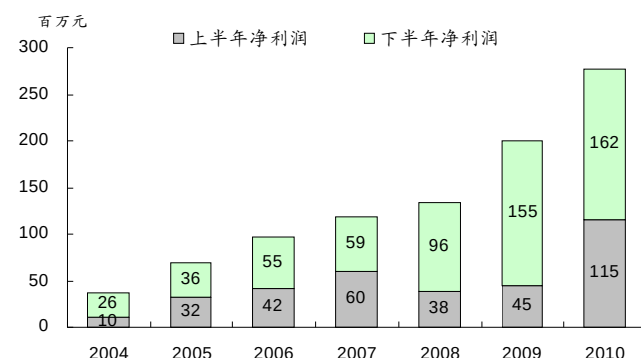
能化食品装备：有望继续受益于天然气产业链

上半年公司能化食品装备业务营业收入为 3,732 百万元，同比增长 92.5%，贡献净利润 2.47 亿元，其中中集安瑞科 (3899.HK) 贡献了 2.47 亿元净利润中的约 2.16 亿（去年全年安瑞科贡献中集集团能化食品装备业务 1.90 亿净利润中的约 1.50 亿）。

化工液罐集装箱复苏是上半年能化食品装备业绩同比大幅增长的主要原因，安瑞科 (3899.HK) 中报显示，公司化工装备业务（以液罐集装箱为主）实现营业收入为 1,297 百万元，同比增长 200.2%，而能源装备和液态食品装备收入同比增幅分别为 48.2% 和 41.0%，但是液态食品装备由于欧洲市场疲弱及国内投资放缓，毛利率有较大幅度的下滑。

展望下半年，考虑到集运贸易量的相关风险，我们认为液罐集装箱的收入增速有下降的可能，但是天然气产业链装备需求的旺盛有望使安瑞科能源装备业务在未来 1-2 年中有超预期的可能。此外，从历史数据看，安瑞科一般在下半年确认较多的利润，因此我们预计能化食品装备业务在下半年的业绩仍不排除有环比增长的可能。我们认为中集集团能化食品装备业务全年实现 4.5-5 亿元的利润贡献是大概率事件。

图表 6：安瑞科一般在下半年确认较多利润



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 7：中集集团分季度主要财务指标

百万元人民币	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011
营业收入	11,988	18,183	12,950	4,207	4,259	5,184	4,443	6,590	7,774	13,463	16,939	13,591	17,057	19,421
营业成本	10,756	16,308	11,537	3,274	3,590	4,517	3,916	5,379	7,042	11,205	13,873	11,478	13,738	15,762
毛利	1,232	1,875	1,413	933	669	667	527	1,211	733	2,258	3,066	2,113	3,319	3,659
销售费用	247	325	275	232	144	168	152	263	178	380	463	229	532	436
管理费用	335	616	512	199	431	482	452	612	487	545	790	912	796	920
财务费用	104	114	104	-126	106	12	31	-18	113	139	196	222	189	211
资产减值损失	20	11	-21	691	-5	214	9	179	-371	401	3	243	-8	81
投资净收益	55	24	-33	372	654	779	95	40	13	-70	32	63	10	62
营业利润	481	713	733	-161	564	582	-51	225	404	725	1,696	613	1,726	2,004
营业外收入	13	15	7	171	23	12	24	114	113	82	20	77	87	16
营业外支出	1	14	4	25	1	2	3	21	1	4	4	46	4	11
利润总额	493	714	736	-16	586	592	-31	318	516	803	1,711	645	1,808	2,010
所得税	49	57	25	111	144	126	15	99	97	137	224	366	509	515
净利润	444	657	711	-127	442	465	-46	219	420	666	1,487	279	1,299	1,494
少数股东收益	38	37	36	168	23	58	4	36	65	107	75	-398	-59	45
归属母公司净利	406	620	676	-295	419	407	-50	183	354	558	1,412	677	1,358	1,449
毛利率	10.3%	10.3%	10.9%	22.2%	15.7%	12.9%	11.9%	18.4%	9.4%	16.8%	18.1%	15.5%	19.5%	18.8%
营业利润率/除投资	3.6%	3.8%	5.9%	-12.7%	-2.1%	-3.8%	-3.3%	2.8%	5.0%	5.9%	9.8%	4.0%	10.1%	10.0%
税前净利率/除投资	3.6%	3.8%	5.9%	-9.2%	-1.6%	-3.6%	-2.8%	4.2%	6.5%	6.5%	9.9%	4.3%	10.5%	10.0%
销售净利率/除投资	3.2%	3.5%	5.7%	-11.9%	-5.0%	-6.0%	-3.2%	2.7%	5.2%	5.5%	8.6%	1.6%	7.6%	7.4%
ROE/单季度	2.5%	4.3%	4.7%	-2.2%	3.1%	3.1%	-0.4%	1.3%	2.4%	3.9%	9.8%	4.2%	7.7%	8.0%
销售费用率	2.1%	1.8%	2.1%	5.5%	3.4%	3.2%	3.4%	4.0%	2.3%	2.8%	2.7%	1.7%	3.1%	2.2%
管理费用率	2.8%	3.4%	4.0%	4.7%	10.1%	9.3%	10.2%	9.3%	6.3%	4.0%	4.7%	6.7%	4.7%	4.7%
实际所得税率	10.0%	8.0%	3.3%	-710.3%	24.6%	21.3%	-50.3%	31.1%	18.7%	17.1%	13.1%	56.8%	28.1%	25.6%
少数股东收益占比	8.5%	5.6%	5.0%	-132.5%	5.3%	12.6%	-9.0%	16.4%	15.5%	16.1%	5.0%	-142.9%	-4.6%	3.0%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 8: 中集集团三张报表预测摘要

损益表(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	48,761	47,327	20,476	51,768	64,949	74,914	86,345
营业成本	-43,804	-41,874	-17,402	-43,598	-54,115	-62,227	-71,559
毛利	4,902	5,426	3,022	8,094	10,737	12,576	14,658
销售费用	-1,153	-1,080	-728	-1,250	-1,591	-1,835	-2,115
管理费用	-1,598	-1,661	-1,976	-2,734	-3,144	-3,590	-4,096
财务费用	-372	-196	-131	-670	-569	-586	-616
投资收益	1,466	418	1,568	39	41	44	47
营业利润	3,457	1,767	1,320	3,438	5,186	6,320	7,590
利润总额	3,500	1,927	1,465	3,675	5,261	6,403	7,680
所得税	-175	-242	-385	-824	-1,157	-1,421	-1,581
净利润	3,326	1,685	1,081	2,851	4,104	4,981	6,100
归属于母公司股东的净利润	3,165	1,407	959	3,002	4,154	4,916	5,673
现金流量表(百万元)							
经营活动现金流净额	-1,086	3,367	970	1,483	5,641	5,148	6,287
投资活动现金流净额	-2,998	-2,527	3	-2,730	-1,593	-2,053	-2,351
融资活动现金流净额	5,448	-959	521	477	-2,668	-2,518	-2,481
货币资金增加额	1,364	-119	1,493	-770	1,380	576	1,455
资产负债表(百万元)							
货币资金	3,054	3,101	5,269	4,656	5,177	5,753	7,209
应收票据	758	853	1,691	509	2,669	3,079	3,548
应收账款	8,900	4,194	3,863	8,130	9,609	11,083	12,774
预付账款	1,694	1,014	1,074	2,433	2,669	3,079	3,548
其他应收款	1,147	884	1,123	2,236	1,424	1,642	1,892
存货	7,715	7,833	6,754	13,424	10,677	12,315	14,194
流动资产合计	25,150	18,818	20,535	33,792	34,631	39,364	45,586
可供出售金融资产	4,154	1,265	1,176	768	773	778	783
长期应收款	199	502	992	1,336	1,336	1,336	1,336
长期股权投资	913	1,603	1,931	1,548	1,589	1,633	1,680
固定资产	6,342	7,154	7,695	10,006	10,540	10,749	11,267
在建工程	694	944	573	1,698	1,340	1,668	1,902
无形资产	2,360	2,645	2,778	3,219	3,269	3,316	3,363
商誉	978	1,150	1,207	1,169	1,169	1,169	1,169
非流动资产合计	15,899	15,739	16,823	20,339	20,613	21,250	22,102
资产总计	41,049	34,558	37,358	54,131	55,244	60,614	67,688
短期借款	2,697	2,207	4,157	8,309	7,609	6,909	6,209
应付票据	2,525	1,013	1,226	2,539	1,779	2,046	2,353
应付账款	6,980	4,391	4,462	9,118	9,192	10,570	12,155
预收账款	530	688	1,271	1,936	1,779	2,046	2,353
应付职工薪酬	937	757	813	1,366	964	1,108	1,274
应交税费	418	422	623	789	975	1,121	1,289
其他应付款	1,396	1,583	1,477	2,388	1,927	2,046	2,353
一年内到期的非流动负债	1,368	270	455	2,845	2,045	1,545	1,245
流动负债合计	17,918	12,399	15,197	29,971	27,579	28,700	30,539
长期借款	4,462	6,548	5,609	3,912	4,112	4,312	4,512
非流动负债合计	5,588	7,224	6,334	4,953	5,153	5,353	5,553
负债合计	23,506	19,623	21,532	34,924	32,732	34,052	36,092
股本	2,662	2,662	2,662	2,662	2,662	2,662	2,662
储备和未分配利润	13,251	10,767	11,536	13,561	16,916	20,900	25,508
归属于母公司股东所有者权益合计	15,914	13,429	14,198	16,223	19,578	23,563	28,170
少数股东权益	1,629	1,506	1,628	2,984	2,933	2,999	3,426
所有者权益合计	17,542	14,934	15,827	19,207	22,512	26,561	31,596
负债和权益	41,049	34,558	37,358	54,131	55,244	60,614	67,688
财务指标							
毛利率	10.1%	11.5%	14.8%	15.6%	16.5%	16.8%	17.0%
息税前利润率	7.9%	4.5%	7.8%	8.4%	9.0%	9.3%	9.6%
营业利润率	7.1%	3.7%	6.4%	6.6%	8.0%	8.4%	8.8%
净利率	6.5%	3.0%	4.7%	5.8%	6.4%	6.6%	6.6%
总资产回报率	7.7%	4.1%	2.6%	5.5%	7.5%	8.1%	8.4%
净资产回报率	19.9%	10.5%	6.8%	18.5%	21.2%	20.9%	20.1%
资产负债率	57.3%	56.8%	57.6%	64.5%	59.2%	56.2%	53.3%

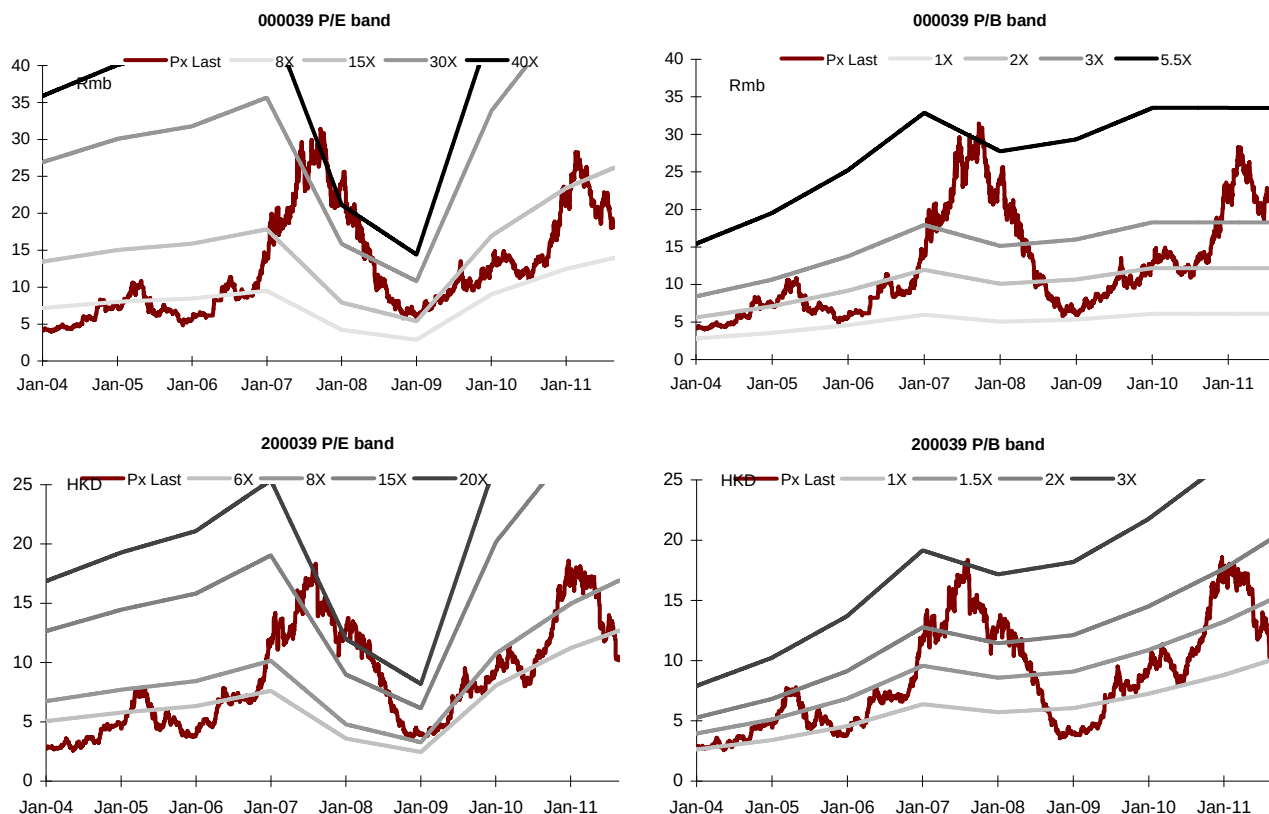
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 9: 中集集团可比公司相对估值水平

Companies	Tickers	Currency	Price	Mkt Cap	P/E				P/B				
					11-8-23	USD mn	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E
Domestic Comparables													
CSIC	601989 CH Equity	CNY	12.37	17,725	26.89	20.35	16.92	15.40	3.73	2.21	2.00	1.78	
CSSC	600150 CH Equity	CNY	39.93	6,616	10.13	8.72	7.91	7.39	1.66	1.39	1.19	1.06	
GSI-A	600685 CH Equity	CNY	18.41	1,262	17.68	12.42	11.49	11.31	2.76	2.17	1.94	1.72	
GSI-H	317 HK Equity	HKD	7.35	1,262	5.79	4.07	3.76	3.70	0.90	0.71	0.64	0.56	
CIMC-A	000039 CH Equity	CNY	18.87	5,558	16.74	12.09	10.22	8.86	3.10	2.57	2.13	1.78	
CIMC-B	200039 CH Equity	HKD	10.49	5,558	7.63	5.52	4.66	4.04	1.41	1.17	0.97	0.81	
ZPMC-A	600320 CH Equity	CNY	5.62	3,202	n.a.	86.29	18.79	11.46	1.62	1.59	1.48	1.33	
ZPMC-B	900947 CH Equity	USD	0.48	3,202	n.a.	46.66	10.16	6.19	0.87	0.86	0.80	0.72	
Rongsheng H.I.	1101 HK Equity	HKD	3.13	2,809	8.56	4.25	3.63	3.33	1.30	0.98	0.81	0.70	
Yangzijiang S.Y.	YZJ SP Equity	SGD	1.02	3,224	6.77	6.56	6.24	6.11	2.09	1.72	1.44	1.22	
Singamas Containers	716 HK Equity	HKD	1.95	607	8.12	4.95	5.77	6.11	1.63	1.30	1.07	0.87	
COSCO Singapore	COS SP Equity	SGD	1.02	1,891	9.18	8.29	7.50	7.45	1.91	1.63	1.42	1.30	
Average					11.75	18.35	8.92	7.61	1.92	1.52	1.32	1.16	
Median					8.87	8.51	7.70	6.79	1.65	1.49	1.31	1.14	
foreign Comparables													
Hyundai Heavy Industries	009540 KS Equity	KRW	290500	20,369	7.34	5.00	4.84	n.a.	1.80	1.44	1.19	n.a.	
Samsung Heavy Industries	010140 KS Equity	KRW	29150	6,209	9.01	8.62	9.69	n.a.	2.21	1.88	1.65	n.a.	
Daewoo Shipbuilding & Marine	042660 KS Equity	KRW	23500	4,150	5.82	6.04	7.02	5.91	1.10	0.97	0.89	0.80	
Keppel Corp Ltd	KEP SP Equity	SGD	8.61	12,691	8.55	10.51	9.81	9.04	2.05	1.90	1.73	1.62	
Sembcorp Marine Ltd	SMM SP Equity	SGD	3.89	6,675	9.39	11.86	11.79	11.15	3.11	2.97	2.62	2.28	
Mitsui Engineer & Shipbuild	7003 JP Equity	JPY	139	1,283	5.86	7.43	6.22	8.13	0.72	0.71	0.66	0.61	
Average					7.66	8.24	8.23	8.56	1.83	1.65	1.46	1.33	
Median					7.94	8.02	8.36	8.59	1.92	1.66	1.42	1.21	
Average-sum					10.22	14.98	8.69	7.85	1.89	1.56	1.37	1.20	
Median-sum					8.55	8.45	7.70	7.42	1.73	1.51	1.31	1.14	

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 10: 中集集团 A/B 股的 P/E 和 P/B 估值历史波动区间



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/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