



买入

28% ↑

目标价格: 人民币 6.20

600019.SS

价格: 人民币 4.85

目标价格基础: 市净率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(24)	(7)	(7)	
相对新华富时 A50 指数	(8)	(1)	0	

发行股数 (百万)	17,512
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	85,984
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	145
主要股东 (%)	
上海宝钢集团公司	74

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2011 年 12 月 1 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 钢铁

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

*杭一君为本报告重要贡献者

宝钢股份

拟向集团出售不锈钢和特钢板块

宝钢股份于 6 日公告停牌并于 12 日复牌, 复牌公告显示公司拟向集团出售不锈钢和特钢板块; 预计涉及资产不超过最近一期经审计的总资产的 20%。公司特钢和不锈钢业务 11 年上半年处于微利或者亏损状态, 出售相关资产将有利于提升公司资产质量和盈利能力, 同时也有利于巩固公司碳钢板材龙头地位。我们估计 12 年剥离相关板块公司可减亏约 7 亿元。我们维持公司 2011 盈利预测不变, 但分别上调 12-13 年的盈利预测 9.1% 和 9.2%。但由于钢铁板块整体估值有所下滑, 我们维持原来的目标价 6.20 元, 这是基于 1 倍的 2011 年市净率, 我们维持对该股的买入评级。

支撑评级的要点

- 剥离特钢和不锈钢板块有利于提高盈利能力和资产质量;
- 公司是国内碳钢板材产品龙头企业, 高端优势明显, 盈利能力高, 抗周期能力强;
- 集团增持公司股票体现对公司盈利前景的信心。

评级面临的主要风险

- 普碳钢下游需求增速放缓, 价格抬升乏力;
- 铁矿石焦炭价格调整慢。

估值

- 我们以 2011 年 1 倍的市净率对公司进行估值, 目标价格为 6.20 元。我们维持公司的买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	12-09	12-10	12-11E	12-12E	12-13E
销售收入 (人民币 百万)	148,326	202,149	220,076	198,689	212,964
变动 (%)	-	36	9	(10)	7
净利润 (人民币 百万)	5,742	12,786	7,239	8,380	9,101
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.328	0.736	0.413	0.479	0.520
变动 (%)	-	123	(43)	16	9
原先预测每股收益 (人民币)	0.328	0.736	0.413	0.440	0.476
调整幅度 (%)			-	9.1	9.2
全面摊薄市盈率 (倍)	14.6	6.6	11.7	10.1	9.3
每股现金流量 (人民币)	1.38	1.11	0.74	1.71	2.22
价格/每股现金流量 (倍)	3.5	4.4	6.6	2.8	2.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	14.3	7.3	5.0	2.9	1.5
每股股息 (人民币)	0.180	0.300	0.177	0.203	0.220
股息率 (%)	3.71	6.19	3.64	4.19	4.54

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

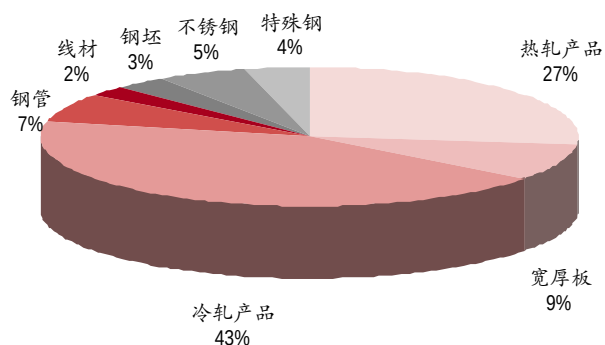
公司拟向集团公司出售不锈钢和特钢相关业务

宝钢股份于6日停牌并于12日复牌，复牌公告显示：为了优化资产配置和强化公司在碳钢板材领域的领先地位，公司拟向集团公司出售不锈钢和特钢相关业务；预计涉及资产不超过最近一期经审计的总资产的20%；公司将聘请中介机构进行资产评估并制定进一步的细化方案；同时在通过董事会非关联董事审议后将提交股东大会非关联股东审议。

公司不锈钢和特钢板块表现欠佳

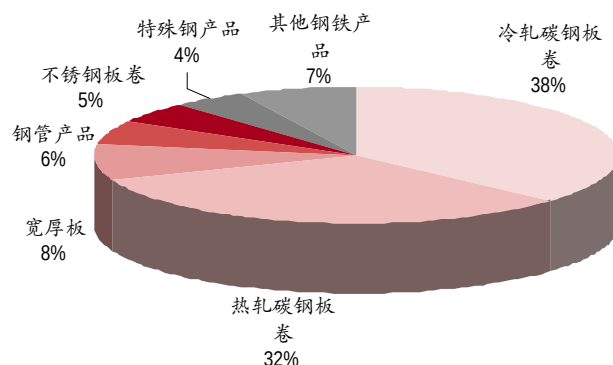
公司作为国内碳钢板材龙头企业，其不锈钢和特钢业务盈利表现较弱。11年中报显示，公司不锈钢业务和特钢业务收入分别占总收入的11%和8%，销量分别为65万吨和55万吨；而从业绩来看，11年上半年不锈钢业务毛利率为0.9%，处于微利状态，而同期特钢业务毛利率为-0.2%，处于亏损状态；与此相对应的公司冷轧和热轧板块的毛利率为15.3%和13.6%。公司特钢业务表现欠佳主要是由于板块处于爬坡期，前期投资巨大，相关折旧等成本费用数额较大，同时特钢产品中普通品级占比较多；而不锈钢业务由于行业产能过剩，竞争激烈，且镍金属等波动巨大使得板块也较难有喜人表现。

图表 1.2010 年分品种销量占比



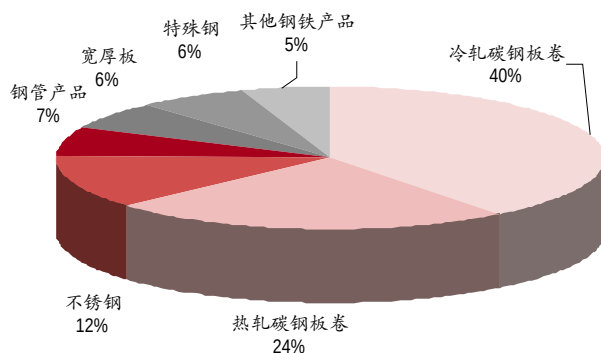
资料来源：公司数据

图表 2.2011 年上半年分品种销量占比



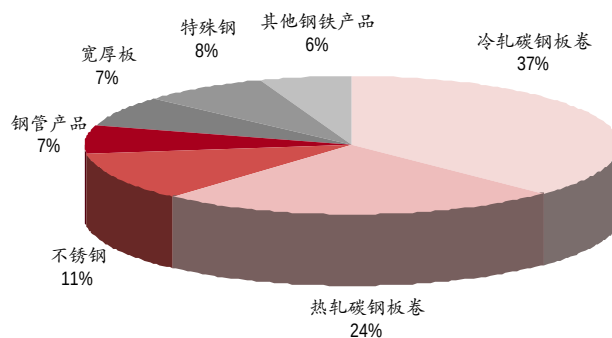
资料来源：公司数据

图表 3.2010 年分品种收入占比



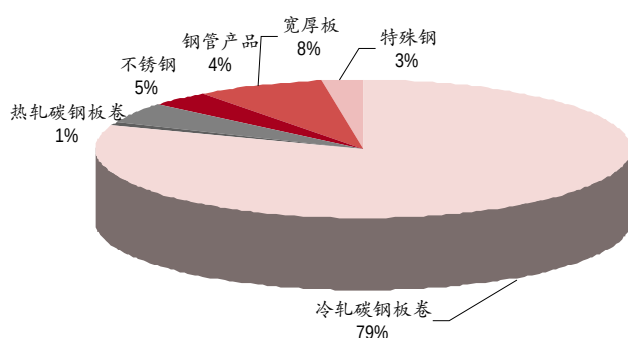
资料来源：公司数据

图表 4.2011 年上半年分品种收入占比



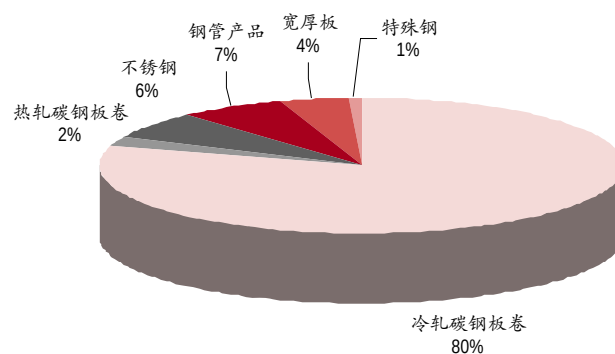
资料来源：公司数据

图表 5.2010 年分品种利润占比



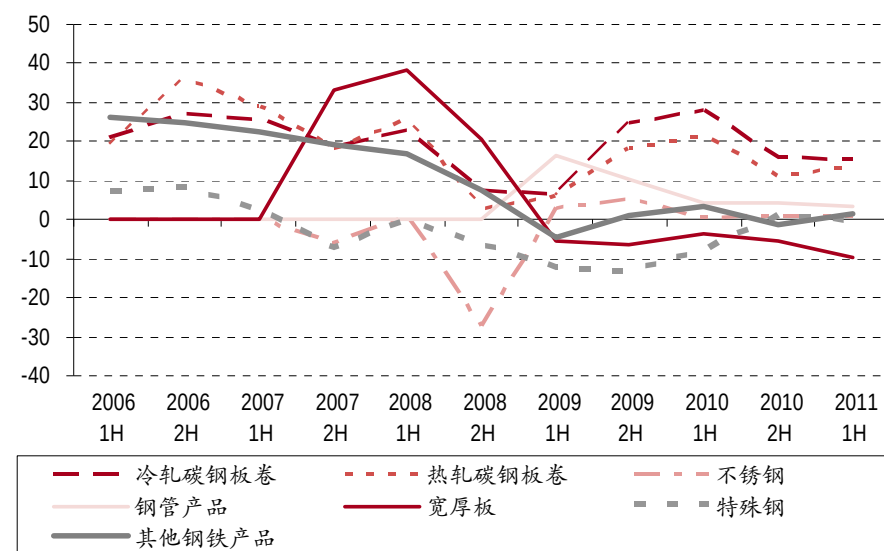
资料来源：公司数据

图表 6.2011 年上半年分品种利润占比



资料来源：公司数据

图表 7.公司产品品种毛利率变化



资料来源：公司资料，中银国际研究部

图表 8.公司产品分品种业绩

	2011 年上半年				2010 年			
	销量 (万吨)	营业收入 (人民币, 百万)	营业成本 (人民币, 百万)	毛利率 (%)	销量 (万吨)	营业收入 (人民币, 百万)	营业成本 (人民币, 百万)	毛利率 (%)
冷轧碳钢板卷	468	30,100	25,500	15.30	1091.6	56,997	44,368	22.16
热轧碳钢板卷	412	19,800	17,100	13.60	675.7	34,856	29,162	16.34
宽厚板	108	5,600	6,100	(9.50)	219.1	10,090	10,565	(4.70)
钢管产品	76	5,400	5,200	3.50	167.6	10,162	9,715	4.40
不锈钢板卷	65	9,300	9,200	0.90	134.3	17,687	17,535	0.86
特殊钢产品	55	6,300	6,300	(0.20)	98.9	9,801	10,100	(3.05)
其他钢铁产品	93	4,500	4,400	1.60	139.6	7,748	7,682	0.86
合计	1,227	81,000	73,900	8.80	2,526.1	147,342	129,126	12.36

资料来源：公司资料，中银国际研究部

资产出售有利于提升公司盈利能力

我们认为公司出售表现欠佳的板块有利于公司集中管理资源以夯实在优质碳钢扁平材领域的领军地位。另外从短期来看也有利于提升公司盈利能力。具体来看，我们认为出售资产可能从以下三个方面给公司带来盈利提升：

- 公司 11 年上半年钢铁制造板块综合毛利率为 8.8%，暂不考虑出售资产可能产生的溢价收入，我们粗略计算剥离特钢及不锈钢业务后公司钢铁制造业务综合毛利率将可提升至 10.85%；而如果按公司综合毛利率来看，剥离特钢和不锈钢业务后毛利率可从 9.72% 提升至 11.2%；公司综合净利率也将由 5% 提升至 6%。
- 公司剥离不锈钢和特钢板块将也有利于债务的减轻和财务费用的减少。
- 另外值得注意的是公司出售给集团相关资产如果获得估值溢价，将给公司带来一次性的营业外收入：公司 2010 年经审计总资产为 2,160.65 亿元人民币，根据公告提示计算，估计涉及出售资产约为 430 亿元人民币。假设出售板块和公司总资产负债率近似，我们假设为 50%，如果按照 1.1 倍的市净率估值，公司可获得的一次性收益可达 21.5 亿，考虑所得税影响可获得营业外收入为 16.8 亿元，对应每股收益为 0.10 元/股；而如果按照 1.05 倍市净率估值，公司可获得 8.4 亿溢价收入，对应 EPS 为 0.047 元/股。

图表 9. 剥离不锈钢和特钢板块提升公司毛利率和净利率

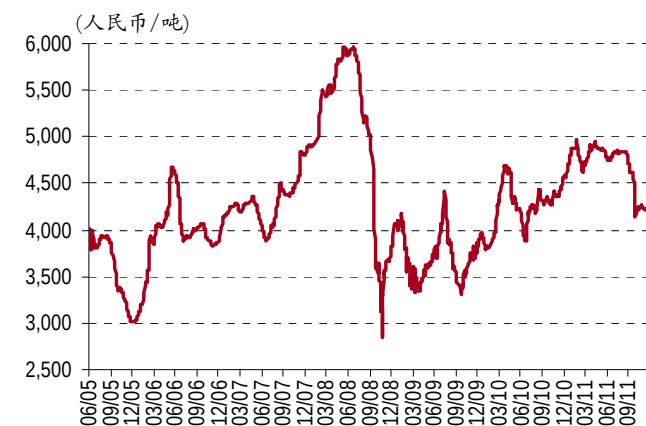
	2011 年上半年						2010 年					
	营业收入 (人民币, 百万)	营业成本 (人民币, 百万)	毛利(人 民币, 百 万)	毛利率 (%)	净利(人 民币, 百 万)	净利率 (%)	营业收入 (人民币, 百万)	营业成本 (人民币, 百万)	毛利(人 民币, 百 万)	毛利率 (%)	净利(人 民币, 百 万)	净利率(%)
实际情境	111,149	100,348	10,801	9.72	5,325	5	202,413	177,817	24,597	12.15	13,361	7
不锈钢板卷	9,300	9,200	100	0.90	(214)	(2)	17,687	17,535	152	0.86	(538)	(2)
特殊钢产品	6,300	6,300	0	(0.20)	(213)	(3)	9,801	10,100	(299)	(3.05)	(681)	(5)
假设剥离后情景	95,549	84,848	10,701	11.20	5,862	6	174,925.5	150,182	24,744	14.15	14,022	8

资料来源：公司资料，中银国际研究部

上调明年1月冷轧价格

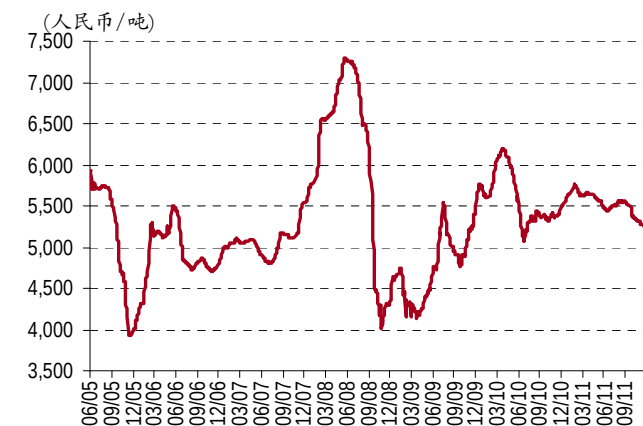
12月12日宝钢股份公布12年1月公司碳钢板材产品出厂价政策：其中热轧板卷和中厚板维持不变，而冷轧小幅上调100元/吨。

图表 10. 3mm 热轧板价格走势



资料来源：公司数据

图表 11. 1mm 冷轧板价格走势



资料来源：公司数据

图表 12. 宝钢 2011-12 年 1-12 月产品调价政策 (不含税, 元/吨)

品种	材质	代表规格	2011																					
			4月	4月	5月	5月	6月	6月	7月	7月	8月	8月	9月	9月	10月	10月	11月	11月	12月	12月	执行	调幅	执行	调幅
			价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)
热轧板卷	SPHC	3.0*1250*C	5,402	0	5,202	(4)	5,202	0	5,002	(4)	5,002	0	5,002	0	5,062	1	5,062	0	4,862	(4)				
冷轧板卷	SPCC	1.0*1250*C	5,596	0	5,296	(5)	5,296	0	5,196	(2)	5,246	1	5,366	2	5,416	1	5,416	0	5,116	(6)				
酸洗热轧	SPHC	3.0*1250*C	5,857	2	5,657	(3)	5,257	(2)	5,157	(2)	5,157	0	5,277	2	5,327	1	5,327	0	5,027	(6)				
宽厚板	船板 A	16.0-20.0*2000	5,200	0	5,050	(3)	5,050	0	5,050	0	4,950	(2)	4,950	0	4,950	0	4,950	0	4,650	(6)				
热镀锌	DC51D+Z	1.0*1250*C	5,647	0	5,347	(5)	5,347	0	5,347	0	5,397	1	5,547	3	5,597	1	5,597	0	5,197	(7)				
品种	材质	代表规格	2012																					
			1月	1月	2月	2月	3月	3月	4月	4月	5月	5月	6月	6月	7月	7月	8月	8月	9月	9月	执行	调幅	执行	调幅
			价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)	价	(%)
热轧板卷	SPHC	3.0*1250*C	4,862	0																				
冷轧板卷	SPCC	1.0*1250*C	5,216	2																				
酸洗热轧	SPHC	3.0*1250*C	5,027	0																				
宽厚板	船板 A	16.0-20.0*2000	4,650	0																				
热镀锌	DC51D+Z	1.0*1250*C	5,197	0																				

资料来源：联合钢铁网

调整盈利预测

我们认为剥离表现欠佳板块，公司盈利能力将得到提高，我们粗略测算 12 年剥离相关板块公司可减亏 7 亿元左右。由于资产出售预案将提交股东大会审议，我们估计相关事宜将于明年 3 月份左右获得实质性进展。暂不考虑出售溢价，我们维持 2011 年盈利预测 0.413 元/股不变，但相应上调 2012 年和 2013 年盈利预测 9.1%和 9.2%至 0.479 元/股和 0.52 元/股。但需要指出的一点是我们对特钢行业前景依然看好，长期来看，宝钢出售特钢业务对公司资产结构改善未必是最佳选择。

维持目标价格

由于公司盈利水平提高将带动公司净资产收益率和总资产收益率一定程度的提高，我们认为公司的估值水平也应有一定提升，但由于钢铁板块近期估值有所下移，我们维持目标价 6.20 元，这是基于 1 倍的 2011 年市净率，我们维持该股的买入评级。

图表 12.A 股主要钢铁公司估值(2011 年 12 月 12 日)

证券简称	证券代码	货币	收盘价	市值	每股收益(元/股)			每股收益增长率(%)		市盈率(倍)		市净率(倍)		净资产收益率(%)
				(百万)	2010	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E
A 股主要钢铁公司														
河北钢铁	000709.SZ	人民币	3.15	16,032	0.21	0.18	0.20	(14)	11	17.5	15.8	0.7	0.7	4.0
本钢板材	000761.SZ	人民币	4.89	13,379	0.30	0.30	0.34	2	13	16.3	14.4	1.0	0.9	6.0
鞍钢股份	000898.SZ	人民币	4.77	29,331	0.28	0.12	0.1	-	(17)	39.8	47.7	0.6	0.6	1.6
武钢股份	600005.SS	人民币	3.11	31,392	0.22	0.21	0.24	(3)	14	14.8	13.0	0.8	0.8	5.7
平均		人民币	3.98	22,533	0.25	0.20	0.22	(5)	5.5	16.2	14.4	0.8	0.8	5.2
宝钢股份	600019.SS	人民币	4.85	84,933	0.74	0.41	0.48	(45)	18	11.7	10.1	0.8	0.7	6.6

资料来源：中银国际预测、万得资讯

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	148,326	202,149	220,076	198,689	212,964
销售成本	(134,332)	(177,817)	(201,336)	(179,143)	(191,883)
经营费用	(5,139)	(6,963)	(8,209)	(7,650)	(8,519)
息税折旧前利润	22,160	30,670	23,424	24,697	25,170
折旧及摊销	(13,306)	(13,300)	(12,893)	(12,801)	(12,607)
经营利润(息税前利润)	8,855	17,369	10,531	11,896	12,563
净利息收入/(费用)	(1,676)	(807)	(1,062)	(890)	(627)
其他收益/(损失)	41	410	447	403	432
税前利润	7,220	16,973	9,916	11,410	12,368
所得税	(1,199)	(3,715)	(2,182)	(2,510)	(2,721)
少数股东权益	(279)	(472)	(495)	(520)	(546)
净利润	5,742	12,786	7,239	8,380	9,101
核心净利润	5,742	12,786	7,239	8,380	9,101
每股收益(人民币)	0.328	0.730	0.413	0.479	0.520
核心每股收益(人民币)	0.328	0.730	0.413	0.479	0.520
每股股息(人民币)	0.180	0.300	0.177	0.203	0.220
收入增长(%)	(26.0)	36.3	8.9	(9.7)	7.2
息税前利润增长(%)	n.a.	96.2	(39.4)	13.0	5.6
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	38.4	(23.6)	5.4	1.9
每股收益增长(%)	n.a.	122.7	(43.4)	15.8	8.6
核心每股收益增长(%)	n.a.	122.7	(43.4)	15.8	8.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	7,220	16,973	9,916	11,410	12,368
折旧与摊销	13,281	13,269	12,893	12,801	12,607
净利息费用	1,676	807	1,062	890	627
运营资本变动	18,056	4,312	(13,314)	(47,241)	(65,670)
税金	(1,199)	(3,715)	(2,182)	(2,510)	(2,721)
其他经营现金流	(14,892)	(12,225)	4,582	54,609	81,650
经营活动产生的现金流	24,140	19,421	12,957	29,958	38,861
购买固定资产净值	(18,236)	(13,246)	(100)	20,000	(100)
投资减少/增加	744	91	0	0	0
其他投资现金流	0	545	0	0	0
投资活动产生的现金流	(17,492)	(12,610)	(100)	20,000	(100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(8,907)	3,292	10	(4,000)	(10)
支付股息	(3,152)	(5,254)	(3,094)	(3,560)	(3,859)
其他融资现金流	5,793	(402)	(5,750)	(19,811)	(469)
融资活动产生的现金流	(7,942)	(3,167)	(8,853)	(27,388)	(4,353)
现金变动	(1,294)	3,643	4,004	22,570	34,409
期初现金	6,852	5,558	9,201	13,205	35,774
公司自由现金流	6,648	6,813	12,857	49,959	38,761
权益自由现金流	(3,935)	9,299	12,848	45,941	38,736

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	5,558	9,201	13,205	35,774	70,183
应收帐款	12,241	14,609	25,309	32,784	26,620
库存	29,462	38,027	44,294	41,203	44,133
其他流动资产	5,405	7,028	7,632	6,925	7,337
流动资产总计	52,666	68,864	90,439	116,686	148,273
固定资产	115,466	117,737	107,733	89,185	75,409
无形资产	7,837	8,149	7,742	7,334	6,927
其他长期资产	25,173	21,314	18,930	5,085	6,761
长期资产总计	148,476	147,201	134,405	101,604	89,097
总资产	201,143	216,065	224,844	218,290	237,370
应付帐款	18,583	19,164	20,134	21,497	23,026
短期债务	24,274	23,611	18,725	0	0
其他流动负债	27,865	30,401	38,267	47,948	59,578
流动负债总计	70,722	73,176	77,125	69,445	82,604
长期借款	5,295	8,587	8,597	4,597	4,587
其他长期负债	23,907	22,960	23,139	22,925	23,068
股本	17,512	17,512	17,512	17,512	17,512
储备	77,726	87,364	91,510	96,329	101,572
股东权益	95,238	104,876	109,022	113,841	119,084
少数股东权益	6,082	6,596	7,091	7,612	8,158
总负债及权益	201,143	216,065	224,844	218,290	237,370
每股帐面价值(人民币)	5.43	5.98	6.22	6.49	6.79
每股有形资产(人民币)	4.99	5.52	5.78	6.07	6.40
每股净负债/(现金)(人民币)	7.28	4.34	2.35	(0.40)	(0.69)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.9	15.2	10.6	12.4	11.8
息税前利润率(%)	6.0	8.6	4.8	6.0	5.9
税前利润率(%)	4.9	8.4	4.5	5.7	5.8
净利率(%)	3.9	6.3	3.3	4.2	4.3
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.9	1.2	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	5.3	21.5	9.9	13.4	20.0
净权益负债率(%)	25.2	21.9	12.9	-27.4	-55.1
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.6	1.1	1.3
估值					
市盈率(倍)	14.6	6.6	11.7	10.1	9.3
心业务市盈率(倍)	14.6	6.6	11.7	10.1	9.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	18.7	8.4	15.0	13.0	11.9
市净率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
价格/现金流(倍)	3.5	4.4	6.6	2.8	2.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.3	7.3	5.0	2.9	1.5
周转率					
存货周转天数	72.5	68.7	73.5	75.7	75.6
应收帐款周转天数	13.7	12.1	25.6	43.8	29.2
应付帐款周转天数	50.5	39.3	36.5	43.8	43.8
回报率					
股息支付率(%)	51.7	39.3	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	6.0	12.0	6.7	7.3	7.6
资产收益率(%)	2.9	6.0	3.2	3.8	3.8
已运用资本收益率(%)	4.4	7.9	4.8	6.0	6.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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。所有本报告期内使用的商标、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 2 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