

買入

2008年09月23日

2008年中期業績符合預期，調降目標價至 14.70 港元

- **2008年中期業績符合預期:** 公司08年中期營業額為35.4億人民幣，同比增長53.2%，淨利潤為2.86億人民幣，同比增長63.0%，基本每股盈利為0.28元人民幣，同比增長58.1%，公司上半年業績表現符合預期。
- **燃氣銷量和收入提升，收入和利潤結構趨向合理:** 2008年中期，公司管道燃氣銷售收入占總收入比達41.7%，汽車燃氣收入占比達7.4%，而一次性接駁費收入占比下降至25.4%。最為突出的表現是上半年管道燃氣業務毛利率升至22.1%，汽車燃氣業務毛利率達27.5%，顯示公司能很好地轉移氣源漲價的不利影響。
- **氣化率提升和新城市項目推動接駁量和接駁費收入增長:** 2008年中期住宅用戶和工商業用戶(日設計供氣能力)的新增接駁量與去年同期相比分別上升26.4%和40.4%，氣化率由2007年中期的20.9%上升至24.6%。報告期內燃氣接駁費收入為人民幣8.98億元，同比增長15.6%，但接駁費的單價下降和成本提升導致毛利率降至59%，顯示接駁費業務的利潤增長有收窄的趨勢。
- **上半年LPG銷量同比增五倍:** 2008年中期，公司共售出219,651噸液化石油氣，同比增加5倍。液化石油氣的銷量增幅超過我們的預期，但毛利率無明顯改善。
- **二甲醚項目預計2009年投產:** 公司投資15%股權的二甲醚項目09年計畫投產，產能為40萬噸/年二甲醚，達產後預計每年可為公司帶來約3000萬元人民幣的利潤。
- **調降目標價至14.70港元，買入評級:** 基於新的資訊，調整公司2008年、2009年和2010年的EPS分別為人民幣0.62元、0.76元和0.91元。並調降公司12個月目標價至14.70港元，對應公司2008年和2009年預測盈利的市盈率為21倍和17.2倍，維持買入投資評級。

第一上海研究部

0755-33367018

主要資料

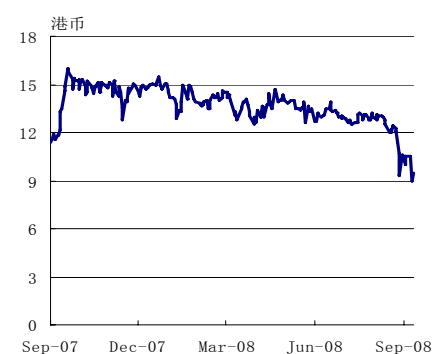
行業	公用事業
股價	10.48 港元
目標價	14.70 港元 (40.28%)
股票代碼	2688
已發行股本	10.10 億股
市值	105.8 億港元
52 周高/低	16.52/8.66 港元
每股淨現值	4.43 港元
主要股東	王玉鎖及趙寶菊 (37.52%)

▲1 港元=0.80 元人民幣

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入(百万人民币)	3,397	5,757	7,770	9,556	11,982
变动(%)	65.13%	69.48%	34.98%	22.99%	25.38%
净利润(百万人民币)	380	508	617	754	897
每股摊薄收益(人民币)	0.41	0.51	0.62	0.76	0.91
变动(%)	33.88%	26.4%	21.4%	22.2%	18.9%
市盈率(倍, @10.48港元)	22.99	18.19	14.98	12.26	10.31
每股派息(港元)	0.08	0.13	0.17	0.23	0.27
息率(%)	0.60%	0.95%	1.27%	1.69%	2.01%

來源: 公司資料, 第一上海

股價表現


來源: 彭博

2008年中期業績回顧

2008年中期業績符合預期

07年營業額和淨利潤同比增長53.18%和62.97% 公司2008年中期營業額為35.38億人民幣，同比增長53.18%，約達我們2008全年預期的45%；毛利為人民幣9.48億元，同比增長23.74%；股東應占盈利為人民幣2.86億元，約達我們2008全年預期的45%，同比增長62.97%，股東應占盈利增長幅度大於收入和毛利的增長幅度，主要是公司銷售和行政開支的費用率下降，以及營業外損失減少所致。2008年中期基本每股盈利為人民幣0.28元，同比增長58.10%，2007年同期為0.18元人民幣。董事會建議不派中期股息。考慮到2006年和2007年公司中期收入占全年的比重分別為44%和40%，淨利潤占全年的比重分別為35.6%和34%，我們認為公司上半年的業績表現符合預期。

圖表 1：公司 2008 年中期業績概覽

单位：人民币百万元	2007年1H	2008年1H	变动	备注
收入	2309.61	3537.97	53.18%	接驳费、燃气销售收入增加
毛利	765.83	947.63	23.74%	销售收入结构调整，毛利率较低的
毛利率	33.16%	26.78%	-19.22%	燃气销售收入占比提高
销售开支	(32.45)	(56.49)	74.08%	主要业务销售量增加所致
行政开支	(357.60)	(437.72)	22.40%	公司业务规模扩大增加行政开支
财务费用	(106.41)	(184.29)	73.19%	长短期银行借款增加
除税前盈利	321.10	475.13	47.97%	经营利润提高、营业外损失减少
所得税	(69.62)	(96.77)	39.00%	计税基数和所得税率提高
净利润	175.50	286.00	62.97%	经营利润提高、营业外损失减少
净利润率	7.60%	8.08%	6.38%	费用率和营业外损失下降
EPS—基本(RMB元)	17.90	28.30	58.10%	
EPS—摊薄(RMB元)	17.80	27.70	55.62%	考虑潜在摊薄股权之影响

資料來源：公司資料，第一上海

收入結構繼續優化，08年中期毛利率下降至26.8%，淨利潤率提高至8.1%

燃氣和液化石油氣銷售占總收入73.5% 2008年中期公司管道燃氣銷售收入在整體收入中的比例達到41.7%，汽車燃氣占比達7.4%，再加上瓶裝液化氣銷售，總體燃氣銷售占總收入達到73.5%，而一次性接駁費收入則進一步下降至占總體收入的25.4%。

圖表 2：公司收入和利潤結構

单位：百万元 人民币	2007年1H		2008年1H		2007年1H		2008年1H		07年1H	08年1H
	收入	占比	收入	占比	毛利	占比	毛利	占比	毛利率	毛利率
燃气接驳	776.9	33.6%	898.3	25.4%	559.5	73.7%	530.5	56.0%	72.0%	59.1%
管道燃气销售	1223.2	53.0%	1477.0	41.7%	159.3	21.0%	326.5	34.4%	13.0%	22.1%
液化石油气分销	152.2	6.6%	864.5	24.4%	3.2	0.4%	8.6	0.9%	2.1%	1.0%
燃气器具销售	40.0	1.7%	35.3	1.0%	9.9	1.3%	10.0	1.1%	24.8%	28.3%
汽车燃气加气站	117.3	5.1%	262.9	7.4%	27.1	3.6%	72.2	7.6%	23.1%	27.5%

資料來源：公司資料，第一上海

2008年管道燃氣銷售毛利率大幅提升至22.1%

我們認為燃氣銷售收入占比提高能更好的穩定公司業績，同時增加公司的預收賬款，這種更趨優良的收入結構會保障公司長期而穩定的收入來源。因收入結構改變，公司整體毛利率下跌6.4個百分點至26.8%。燃氣接駁業務毛利率下降至59%；管道燃氣銷售毛利率上升至22.1%，汽車燃氣加氣站業務毛利率提升至27.5%，燃氣銷售業務毛利率的提升顯示公司不僅能消化成本上升的壓力，同時能在天然氣漲價過程中受益，我們認為這是公司中期業績的最亮點。液化氣分銷毛利率為1%，顯示該業務面對的市場波動性依然很強，同時公司依然沒有在具體的分銷上進行全面的運作，而燃氣器具毛利率則升至28.3%。儘管公司毛利率因銷售收入結構變化而下降，但公司淨利潤率由2007年同期的7.6%上升至報告期內的8.1%，上升的主要原因是公司分銷和行政開支的費用率下降，以及營業外損失減少所致，顯示公司主營業務有明顯的規模效應。

住宅用戶和工商業用戶的新增接駁量同比分別增長26.4%和40.4%

報告期內氣化率升至24.6%，接駁費收入同比增長15.6%

報告期內公司共獲取廣東肇慶、廣東增城和福建泉港3個項目，公司的城市燃氣項目增加至71個，可供接駁人口增加至40,469,000人（約13,490,000戶）。報告期內公司約為28.5萬個住宅用戶及910個工商業用戶接駁管道燃氣。2008年中期的住宅用戶和工商業用戶（日設計供氣能力）的新增接駁量與去年同期相比分別上升26.4%和40.4%，氣化率由2007年中期的20.9%上升至24.6%。報告期內燃氣接駁費收入為人民幣8.98億元，同比增長15.6%，報告期內公司住宅用戶的接駁費價格與去年同期基本持平，為人民幣2397元/戶；工業用戶的接駁費價格較去年同期有一定的下降，為人民幣192元/日設計立方米，下降主要是為了獲取更多的工商業用戶用氣。

圖表3：公司燃氣接駁業務運營資料

	2007年1H	2008年1H	變動
可供接駁城區人口	39417000	40469000	2.7%
可供接駁住宅用戶	13139000	13490000	2.7%
期內新增接駁天然氣用戶			
住宅用戶	225606	285158	26.4%
工商業用戶	837	910	8.7%
工商業用戶已裝置日設計供氣量 (m ³)	809581	1136349	40.4%
累計已接駁天然氣用戶			
住宅用戶	2335758	2887114	23.6%
工商業用戶	6639	8685	30.8%
工商業用戶已裝置日設計供氣量 (m ³)	5183417	7639664	47.4%
累計已接駁管道燃氣（含天然氣）用戶			
住宅用戶	2751582	3313919	20.4%
工商業用戶	7280	9379	28.8%
工商業用戶已裝置日設計供氣量 (m ³)	5844882	8315765	42.3%
天然氣氣化率	17.80%	21.40%	-
管道燃氣氣化率	20.90%	24.60%	-
汽車加氣站	72	98	36.1%
天然氣儲配站	77	86	11.7%
現有中輸及主干線（公里）	10058	11704	16.4%

資料來源：公司資料，第一上海

燃氣銷量和收入繼續快速增長

08年中期燃氣銷售量和隨著公司住宅用戶、工商業用戶以及汽車用戶數目的快速上升，2008年中期燃氣銷售收入同比分別增長24.8%和29.8%。其中住宅用戶管道燃氣銷量為2.21億立方米，同比增長16.7%；工商業用戶管道燃氣銷售量同比增長22.2%，汽車燃氣銷售量達1.3億立方米，同比增長69.3%。報告期內公司汽車燃氣加氣站增加至98個，天然氣儲配站增至86個，顯示公司未來氣源供應保障加強，公司燃氣銷售量和收入增長都具備樂觀的前景。

圖表 4：公司燃氣銷量

	2007年1H	2008年1H	變動
住宅用戶管道燃氣銷售量 (m3)	189188000	220756000	16.7%
工商業用戶管道燃氣銷售量 (m3)	719771000	879389000	22.2%
汽車燃氣銷售量 (m3)	77564000	131297000	69.3%
燃氣銷量合計	986523000	1231442000	24.8%
瓶裝液化石油氣銷售量 (噸)	36422	219651	503.1%

資料來源：公司資料

2008年中期液化石油氣銷量同比增長5倍

液化石油氣銷售量同比增5倍，但毛利率仍無改善

公司旗下的新奧能源貿易有限公司繼2007年取得天然氣、液化石油氣和多種燃氣物資進出口權後，2008年繼續大幅提升液化石油氣的銷量。公司2008年中期共售出219,651噸液化石油氣，2007年同期為36,422噸，同比增加5倍。液化石油氣的銷量增幅超過我們的預期，但毛利率並未如我們調研時獲知的有所提升。顯示公司在LPG分銷上仍沒有大的進展，而LPG業務的盈利水準受市場影響波動較大。

未來業績增長動力分析

燃氣銷量增長帶動的收入和利潤增長比較確定

住宅用戶燃氣銷量隨氣化率提升而提升

2008年中期公司可供接駁住宅用戶為1349萬個，保守估計未來三年公司每年增加一個50萬可接駁人口規模的城市專案，並且公司氣化率穩步提高到35~40%，則住宅用戶管道燃氣銷售量仍可保持年均15%~20%的增速。

工商用戶燃氣銷售量未來三年保持25%的增速

2008年中期公司累計工商用戶9379個。2008年中期公司管道燃氣工商用戶已裝置日設計供氣量為831.5萬立方米，按300工作日算，2008年工商用戶管道燃氣銷量預計在19億立方米左右，由於國家對環保的要求，加之天然氣的經濟性，預計未來三年工商用戶燃氣銷售量年均增速保持在25%左右。

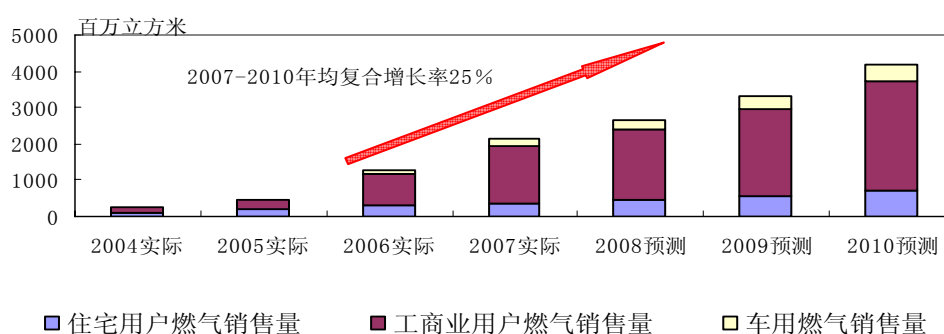
預計未來三年汽車燃氣銷量複合平均增長率不低於40%

2007年中期公司運營98個汽車加氣站，上半年新建26個加氣站。2008年公司計畫新建汽車加氣站50~60個，公司目前已獲加氣站的批文為260個，未來三年預計每年仍可保持50個加氣站的新建速度，預計汽車燃氣銷量渴望保持40%以上的複合平均增長率。

未來三年預計燃氣銷量年均複合增長率25%

公司管理層表示2008年天然氣銷售目標預計為22億立方米，其中五成以上的需求已經簽約，2007年實際銷售天然氣17.6億立方米。根據國家對清潔能源開發利用的戰略目標和公司居前較低的氣化率，我們相信未來三年公司燃氣銷量保持25%的複合年均增長率是可實現的。我們認為燃氣行業是最為穩定的中國人口紅利受益者，一方面居民收入的提高刺激對清潔能源的需求，另一方面中國人口紅利釋放與中國城鎮化水準提高同步前進，城鎮化水準的提高意味著增加更多的具備經濟效益的燃氣城市項目和更多的可接駁人口數。

圖表5：公司燃氣銷量圖



資料來源：公司資料，第一上海

燃氣銷售價格和毛利率提升推動業績增長

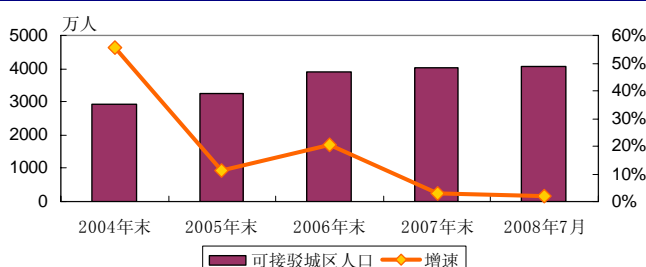
除公司燃氣銷量增加外，燃氣銷售價格和毛利率的提升降成爲公司業績增長的另一主要推動力。國家發改委以明確未來天然氣價格將保持每年10%的增長。而從公司過往的表現看，公司能很好的將上游氣源的提價轉移出去，甚至從中受益，附帶多轉移其他的開支，從定價的博弈層面看，公司與各城市政府單獨協商氣價，也有利於成本的最終轉移。我們預計公司未來兩年管道燃氣的銷售毛利率將保持在22%以上的水準，而汽車燃氣加氣站業務的毛利率也將保持在25%的水準。

提高氣化率和獲取新項目為燃氣接駁增長提供保障

接駁費收入仍將增長，
但增速可能放緩

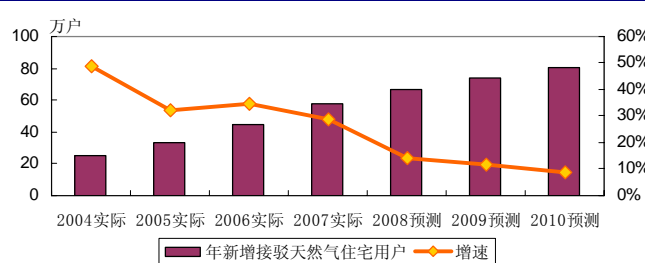
公司2008年中期天然氣氣化率為21.4%，管道燃氣氣化率為24.6%，較高峰的80%還有很大的空間。而新增城市項目對接駁費的增長提供更為穩定的保障。但我們也擔心接駁費收入增速將放緩，主要是從上半年的資料看，接駁數量的增速沒有市場普遍預計的快，公司提高氣化率的進程可能面臨的困難要大過預期，而從接駁費單價上看，公司住宅用戶接駁費價格要高於同類公司的水準，仍有面臨下調的壓力，而工業用戶的接駁費價格上半年更是下調到192元/設計日供應立方米。公司上半年的接駁費毛利率已下降至59%，顯示接駁費利潤收窄的趨勢。若政府無大的政策變更，我們仍判斷公司接駁費會有一定幅度的增加，但2007-2010年的複合平均增速將放緩至5.7%的水準。

圖表 6：公司可接駁城區人口數量



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 7：公司年新增天然氣接駁住宅戶數量



資料來源：公司資料，第一上海

二甲醚項目將在 2009 年投產貢獻利潤

二甲醚項目投產將每年
帶來 3000 萬的利潤

公司參股 15%的二甲醚項目進展順利，按計劃 2009 年生產 40 萬噸二甲醚，我們對該專案產能釋放進度做了保守估計，預計 2009 年產能利用率為 60%，即生產 24 萬噸二甲醚，2010 年達產。二甲醚作為清潔能源有較廣闊的市場前景，可與 LPG 混合後進行銷售，目前二甲醚的市場價格基本在 4000-5000 元/噸，目前市場投入運營的企業毛利基本在 20%-50%之間，我們的預測取了保守數值 20%。預計該項目的投產將為公司每年帶來約 3 千萬元的利潤。

液化石油氣盈利能力仍有待檢驗

液化石油氣盈利能力有
待檢驗

公司液化石油氣的銷售量增速大過我們的預期，但毛利率的提升甚微。2007年液化石油氣分銷業務的毛利率大幅下降至0.7%，2008年中期為1%，顯示該業務仍主要是通過買賣合同賺取微薄的差價，公司2008年並未實質性大量運營LPG的分銷業務，經管公司希望通過加快LPG的周轉率來提升毛利率，但由於LPG的市場波動較大，公司在該業務的盈利能力仍有待檢驗。這一方面我們將調整我們早先的預期，我們根據上半年的情況提升了銷量預測，但將2008-2010的毛利率調降至1%的水準，等有足夠的證據表明公司改善該業務板塊的毛利率水準後再做調整。

估值

同行業比較

估值水準低於行業平均

我們將公司與在港上市同類燃氣公司的估值水準進行比較，公司目前股價 10.48 港元對應的 P/E 低於同類公司的平均水準。同類公司 2008 年和 2009 年的動態市盈率均值為 26.1 倍和 23.2 倍，而公司對應市盈率分別為 15 倍和 12.3 倍。由於公司在國內同類公司中，運營指標明顯處於優勢，我們認為公司在估值水準上應處在行業的中高端估值水準區間。

圖表 8：同類公司估值情況

公司	代碼	股價 08/9/22	EPS			市盈率		
			2008年預測	2009年預測	2010年預測	2008年預測	2009年預測	2010年預測
中国燃气	0384	1.24	0.10	0.15	0.18	12.0	8.5	6.9
中华煤气	0003	17.7	0.65	0.72	0.76	27.2	24.6	23.3
港华燃气	1083	2.58	0.14	0.21	0.24	17.9	12.3	10.8
中裕燃气	8070	0.65	0.01	0.01	0.04	58.5	58.5	14.6
新奥燃气	2688	10.48	0.62	0.76	0.91	15.0	12.3	10.3
平均值						26.1	23.2	13.2

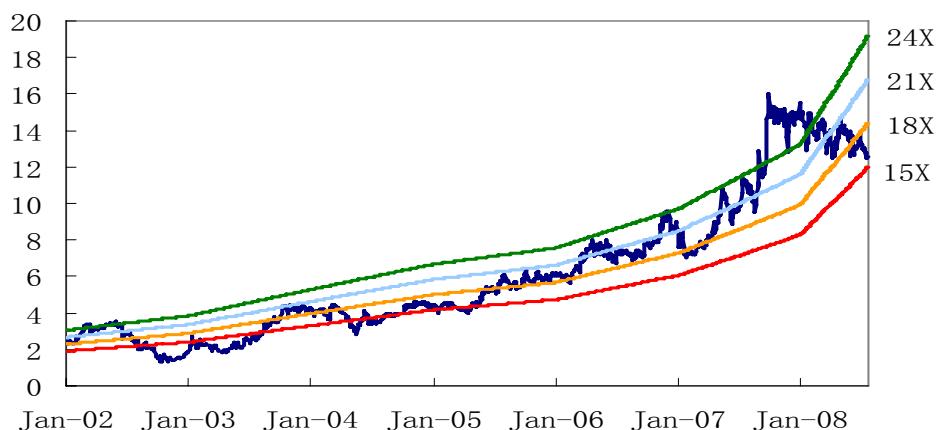
資料來源：彭博, 第一上海

P/E BAND 分析

給予 21 倍市盈率估值水準是可接受的

我們分析公司自 2002 年以來的 P/E BAND 圖，2002-2005 年公司的估值水準波動較大，最高至 24 倍，最低至 10 倍左右。2006 年後公司股價對應的估值水準保持在 15 倍以上，最高超過 24 倍估值水準。從 2006 年後公司的估值中樞基本為 21 倍，我們認為當前的公司規模和盈利增長穩定性與 2002-2005 年時的公司規模有了巨大差別，所以我們認為選取 2006 年後公司估值水準有更多的借鑒意義，因此我們認為給予公司 2008 年 21 倍市盈率估值水準是可接受的。

圖表 9：P/E BAND 圖



資料來源：公司資料, 第一上海

調降目標價至 14.70 港元，買入評級

目標價 14.70 港元

基於新的資訊，特別是公司燃氣銷售量增長和燃氣業務毛利率的提升，顯示公司未來業績仍將有穩定的增長動力，但氣化率提升的困難可能使接駁費增長幅度收窄，我們調整公司盈利預測，公司 2008 年、2009 年和 2010 年的 EPS 分別為人民幣 0.62 元、0.76 元和 0.91 元。根據新奧的情況，我們認為給予公司 21 倍 08 年動態市盈率估值水準是可接受的，據此測算調降公司 12 個月目標價至 14.70 港元，對應公司 2008 年和 2009 年每股收益的市盈率為 21 倍和 17.2 倍。公司目前股價 10.48 港元較目標價有 15.65% 的上升空間，維持買入投資評級。

圖表 10：財務預測變更表

百万人民币	2008年		2009年		2010年	
	之前预测	目前预测	之前预测	目前预测	之前预测	目前预测
收入	7887	7770	9832	9556	12300	11982
经营收入	1230	1230	1480	1481	1728	1801
净利润	633	617	785	754	911	897

資料來源：第一上海

附錄 1：主要財務報表

損益表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
收入	3,397	5,757	7,770	9,556	11,982
毛利	1,182	1,750	2,124	2,513	3,008
其他业务收入	185	231	262	282	291
销售及管理费用	(687)	(939)	(1,080)	(1,223)	(1,402)
其他收入	(14)	(53)	(76)	(90)	(96)
营运收入	667	989	1,230	1,481	1,801
财务开支	(203)	(281)	(331)	(354)	(383)
联营公司	71	107	129	150	165
税前盈利	534	814	1,028	1,277	1,584
所得税	(50)	(108)	(211)	(281)	(396)
少数股东应占利润	(104)	(198)	(200)	(242)	(291)
净利润	380	508	617	754	897
折旧及摊销	193	222	280	333	389
EBITDA	860	1,211	1,510	1,814	2,190
增长					
总收入 (%)	65.1%	69.5%	35.0%	23.0%	25.4%
EBITDA (%)	108.1%	40.8%	24.7%	20.2%	20.7%
每股收益 (%)	33.0%	26.4%	21.4%	22.2%	18.9%

资产负债表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
现金	1,568	1,693	1,895	2,110	2,427
应收账款	798	1,070	1,272	1,608	2,003
存货	171	235	322	373	512
其他流动资产	533	506	506	506	506
总流动资产	3,070	3,504	3,995	4,597	5,448
固定资产	5,192	6,761	8,081	9,249	10,660
长期投资	636	870	999	1,149	1,314
其他固定资产	1,137	1,415	1,368	1,326	1,288
总资产	10,035	12,550	14,443	16,321	18,710
短期负债					
应付帐款	1,626	2,205	3,103	3,870	4,931
短期银行贷款	619	835	1,045	1,108	1,184
其他短期负债	454	918	946	986	1,036
总短期负债	2,699	3,958	5,093	5,964	7,150
长期银行贷款	3,404	3,821	3,931	4,168	4,452
其他负债	63	111	111	111	111
总负债	6,167	7,890	9,135	10,243	11,713
少数股东权益	812	926	1,126	1,368	1,659
股东权益	3,057	3,735	4,182	4,710	5,338
每股账面值(元)	3.44	3.99	4.22	4.75	5.39
营运资金	371	(454)	(1,098)	(1,367)	(1,702)

财务分析

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	34.8%	30.4%	27.3%	26.3%	25.1%
EBITDA 利率 (%)	25.3%	21.0%	19.4%	19.0%	18.3%
净利率 (%)	11.2%	8.8%	7.9%	7.9%	7.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	20.2%	16.3%	13.9%	12.8%	11.7%
实际税率 (%)	9.3%	13.3%	20.5%	22.0%	25.0%
股息支付率 (%)	20.0%	25.0%	27.5%	30.0%	30.0%
库存周转	16.8	18.5	18.0	18.0	18.0
应付账款天数	268	201	201	201	201
应收账款天数	74.0	59.2	55.0	55.0	55.0
财务状况					
净负债/股本	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2
收入/总资产	0.34	0.46	0.54	0.59	0.64
总资产/股本	3.28	3.36	3.45	3.47	3.51
盈利对利息倍数	3.3	3.5	3.7	4.2	4.7

现金流量表

人民幣百萬元，財務年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
EBITDA	860	1,211	1,510	1,814	2,190
融资成本	203	281	331	354	383
营运资金变化	(13)	172	(25)	(289)	(189)
所得税	(50)	(108)	(211)	(281)	(396)
营运现金流	1,001	1,555	1,605	1,599	1,988
资本开支	(1,850)	(1,791)	(1,600)	(1,500)	(1,800)
其他投资活动	210	(143)	47	43	38
投资活动现金流	(1,640)	(1,934)	(1,553)	(1,457)	(1,762)
负债变化	(61)	506	320	300	360
股本变化	429	128	0	0	0
股息	(76)	(127)	(170)	(226)	(269)
其他融资活动	294	0	0	0	0
融资活动现金流	586	506	150	74	91
现金变化	(53)	127	202	216	317
期初持有现金	1,621	1,568	1,693	1,895	2,110
期末持有现金	1,568	1,693	1,895	2,110	2,427

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人做出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。