

買入

2008年09月01日

2008 中期錄的歷史最好業績,調降目標價至 6.33 港元

- 2008 年中期取得歷史最好業績：**2008 年中期營業額為人民幣 223.2 億元，同比增長 59.1%；歸屬於本公司股東的淨利潤為人民幣 12.4 億元，同比增加 135.9%；基本每股收益為人民幣 0.18 元，同期增長 96.8%。取得歷史最好業績。
- 分銷網路壯大提升銷售量、收入和利潤：**2008 年中期化肥銷量為 972 萬噸，同比增長 24%，分銷網路銷售化肥 690 萬噸，同比增長 39%。截止 2008 年中期末，分銷中心新增 188 家，總數達 1860 家，預計 2008 年將達到 2000 家。證明公司分銷網路的盈利模式穩定且可複製性強。
- 供應體系優勢日益突出：**2008 年中期公司已簽訂 200 萬噸的鉀肥進口合同，同時國內化肥供應體系優勢繼續加強。2008 年中期公司新增 40 萬噸複合肥和 191 萬噸氮肥控制產能，國內參控股的化肥生成能力達到 1016 萬噸。
- 運營能力持續提升或將抵消毛利率下降的部分影響：**2008 年中期毛利率維持在 9.4%。考慮庫存對毛利率的影響、化肥 7% 的經營差率和氮肥等產品毛利率提升，預計 2008—2010 年公司毛利率為 8.8%、8.1% 和 8.1%。2008 年中期庫存和應收賬款周轉天數下降至 66 天和 9 天，預計運營效率持續提高可降低費用率而抵消毛利率下降的部分影響。
- 共同控制實體及聯營公司貢獻利潤可視作經營性收益：**2008 年公司應占共同控制實體及聯營公司盈利為 1.01 億元人民幣，鑒於鉀肥行業的持續高景氣度，公司參股鹽湖鉀肥等投資收益可視作持續性的經營性收入。
- 目標價下調至 6.33 港元，維持買入評級：**結合 DCF 和 P/E 估值方法，將公司 12 個月目標價調降至 6.33 港元，對應 2008—2010 年預測盈利的市盈率分別為 17.6 倍、15.1 倍和 13.2 倍，投資評級買入。

第一上海研究部

0755-33367018

主要資料

行業	化肥製造銷售
股價	5.11 港元
目標價	6.33 港元 (23.87%)
股票代碼	297
已發行股本	69.25 億股
市值	357.19 億港元
52 周高/低	8.80 / 3.91 港元
每股淨現值	2.26 港元
主要股東	中化集團(50.06%) Potash Corp(18.7%)

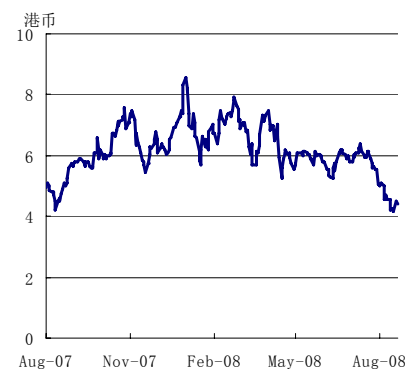
▲1 港元=0.80 元人民幣

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(百万港元)	21,127	29,437	55,382	66,458	73,947
变动(%)	9.76%	39.3%	88.1%	20.0%	11.3%
净利润(百万港元)	897	1,287	2,511	2,827	3,310
每股攤薄收益(港元)	0.15	0.21	0.36	0.41	0.48
变动(%)	6.37%	38.8%	69.4%	12.6%	17.1%
市盈率(倍, @5.11港元)	33.15	23.88	14.10	12.52	10.69
每股派息(港元)	0.02	0.03	0.07	0.08	0.12
息率(%)	0.45%	0.62%	1.42%	1.60%	2.34%

來源：公司資料，第一上海

股價表現



來源：彭博

2008年中期業績好於預期

2008年取得歷史最好業績

08年中期營業額和淨利潤同比增長59.1%和135.9%

公司公告2008年中期業績，公司2008年上半年營業收入為人民幣223.16億元，2007年同期為人民幣140.24億元，同比增長59.13%；毛利為人民幣20.99億元，2007年同期為人民幣12.73億元，同比增長64.92%；歸屬於本公司股東的淨利潤為人民幣12.41億元，2007年同期為人民幣5.26億元，同比增加135.90%；基本每股收益為人民幣0.18元，比上年同期增長96.8%。董事會不建議派發中期股息。公司毛利率提升、運營效益提高、費用率下降和營業外收入增長推動淨利潤大幅增長，公司中期業績表現好於我們的預期。

圖表1：公司2008年中期業績概覽

人民币百万元	2007年中期	2008年中期	变动	点评
營業額	14,023.89	22,315.97	59.13%	化肥銷量和價格提升
毛利	1,273.19	2,099.75	64.92%	營業額和毛利率提升
銷售及分銷成本	(257.85)	(368.29)	42.83%	銷量增長帶動物流等費用增加
行政開支	(167.80)	(229.42)	36.72%	銷售網絡擴張增加費用
財務費用	(127.90)	(88.83)	-30.55%	利用較多的美元貸款降低利率
分占共同控制實體及聯營公司之業績	16.50	91.01	451.76%	增持鹽湖鉀肥等4家公司股份帶來業績貢獻
除稅前盈利	687.16	1,524.75	121.89%	毛利提高、費用下降、營業外收入增加所致
所得稅開支	(151.43)	(243.58)	60.85%	有效稅率下降
股東應占盈利	525.96	1,240.73	135.90%	增長幅度最大
每股受益	0.09	0.18	96.80%	計算EPS之股本增加
毛利率	9.08%	9.41%	增加0.33%	化肥價格上漲和運營效率提高
所得稅率	22.04%	15.98%	下降6.06%	香港所得稅率減少1%，豁免所得稅之利潤增加

資料來源：公司資料，第一上海

化肥價格提升保障公司毛利率

2008年中期毛利率為9.41%，基本保持穩定

正如我們早先報告中所述，由於化肥價格上漲，公司2007年末的庫存結構（有約200萬噸鉀肥庫存）將有助於公司上半年整體毛利率水準微升，但磷肥的毛利率預計會同比下降。報告期內公司化肥銷售平均價格同比上升28.60%。鉀肥的毛利率繼續提升，而磷肥國內採購成本上漲幅度較大，毛利率同比下降。綜合來看，公司2008年中期的毛利率為9.41%，盈利能力保持穩定。但由於各地政府都在控制化肥銷售的經營差率，我們擔心下半年公司毛利率會有所下降。

分銷網路壯大提升銷售量和收入

2008年中期分銷中心達1860家，網路銷售化肥690萬噸

2008年上半年公司新增分銷中心188家，總數達到1,860家，網路分佈於中國26個省份的主要農業縣，覆蓋中國約91%的耕地面積，進一步擴大了公司的網路優勢。2008年中期，公司網路銷售化肥產品690萬噸，同比增長39%。新增鄉鎮級客戶1,500家，總數達到29,500家，公司在全國1,800個農業縣建設2,000家分銷中心的戰略目標穩步推進中。我們認為開店的盈利模式較易複製，相信2008年末公司能實現2000家分銷中心的建設目標。

圖表 2：銷售網站和銷量情況

	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008中期
分銷網點（個）	404	552	1063	1310	1650	1860
公司銷量（萬噸）	760	836	1117	1257	1555	972
公司網路銷量（萬噸）	282	403	728	7861	979	690
網路銷售站總銷量比（%）	37.09%	48.23%	65.17%	625.38%	62.94%	70.99%

資料來源：公司資料，第一上海

2008年中期化肥銷量增23.7%達972萬噸

報告期內公司化肥銷量為972萬噸，較2007年同期增長23.74%。進口化肥銷量為225萬噸，同比下降29.45%；同時本集團通過大力強化供應體系和繼續拓展分銷能力，使國產化肥銷量達到713萬噸，同比增長65.30%。從產品銷售結構上看：鉀肥銷量209萬噸，同比下降28.07%，氮肥銷量406萬噸，同比上升73.78%，複合肥同比上升30.85%，磷肥同比上升53.22%，磷肥和複合肥銷量共計322萬噸。氮肥、磷肥、複合肥的銷量上升均主要來自於國產肥。另報告期內公司進口硫磺和農藥肥的業績貢獻度繼續提升。

圖表 3：主要化肥產品銷量情況

	2008年中期				2007年中期			
	銷售收入 (百萬元)	占營業額 百分比	銷量 (萬噸)	占銷量 百分比	銷售收入 (百萬元)	占營業額 百分比	銷量 (萬噸)	占銷量 百分比
鉀肥	5501.85	24.7%	209	21.5%	5832.03	41.6%	296	37.7%
氮肥	6866.29	30.8%	406	41.8%	3298.23	23.5%	234	29.8%
複合肥	3602.23	16.1%	135	13.9%	2137.37	15.2%	103	13.1%
磷肥	4912.42	22.0%	188	19.3%	2360.79	16.8%	123	15.7%
其他	1433.18	6.4%	34	3.5%	395.47	2.8%	29	3.7%
合計	22315.97	100.0%	972	100.0%	14023.89	100.0%	785	100.0%

資料來源：公司資料，第一上海

供應體系優勢日益突出

國內最大的化肥生產商地位繼續加強

2008年上半年公司收購了山東德齊龍化工集團有限公司（現名稱為中化平原化工有限公司）75%的股權，並與吉林省人民政府國有資產監督管理委員會簽訂了關於吉林化肥農藥集團有限公司股權轉讓和增資的協議，加之中化涪陵化肥產能擴產，上半年增加化肥產能231萬噸，總產能達到1,016萬噸，已經發展成為中國最大的化肥生產企業之一。由於鉀肥價格高漲對消費需求的壓制明顯，且公司在鉀肥市場的份額足夠大，總量上看公司再大幅提升鉀肥銷量的難度很大，考慮到氮肥的銷售半徑

制約，我們認為公司加大氮肥上游生產資源的佔有意義重大，這將有利於發揮銷售網路的運營效率。

圖表 4：公司最新控制的化肥產量情況

磷肥產能398萬噸	複合肥產能167萬噸	鉀肥產能200萬噸	氮肥產能60萬噸
◆中化涪陵 100萬噸	●山東肥業 60萬噸	★鹽湖鉀肥 200萬噸	▲天脊中化 60萬噸
◆中化開磷 136萬噸	●中化涪陵 30萬噸		▲吉林化肥 30萬噸
◆中化嘉吉 60萬噸	●中化智勝 20萬噸		▲山東德齊龍 135萬噸
◆中化三環 60萬噸	●煙台中化 10萬噸		▲中化涪陵 26萬噸
◆甘肅翁福 42萬噸	●中化東方 7萬噸		
	●吉林化肥 40萬噸		
■ 參控股產能達到1016萬噸，國內最大的化肥生產商			

資料來源：公司資料

運營能力繼續得到改善

庫存周轉天數降為 66 天 2008年中期公司存貨周轉率和應收賬款周轉率繼續得到改善。2008年中期期末庫存餘額為81.69億元人民幣，較2007年末的67.05億元人民幣，增長14.64億元人民幣，增幅為21.83%。由於銷售周轉加快，庫存周轉天數由2007年78天降低為2008年上半年的66天，資產的運營效率繼續改善。這也是我們繼續看好公司的重要原因，由於毛利可能面臨下降的風險，但我們預計由於公司運營效率提高可以降低公司運營費用，從而部分抵消毛利率可能下降的不利影響。

收購資產將帶來可觀的財務收益和現金流

2008年中期應占共同控制實體及聯營公司之業績共 1.01 億元人民幣 2008年上半年公司應占共同控制實體及聯營公司之業績合共 1.01 億元人民幣，比2007年同期的 0.16 億元人民幣增長 0.84 億元人民幣，增幅為 511.24%。主要原因一是受化肥行業景氣度上升影響，磷複肥生產企業盈利增長較大，增加了對本集團的貢獻度；二是增加了青海鹽湖鉀肥股份有限公司、天脊中化高平化工有限公司、甘肅甕福化工有限責任公司、雲南三環中化化肥有限公司四家生產企業的業績；三是收購天脊中化高平化工有限公司產生 0.26 億元人民幣負商譽之收益。正如我們早先報告強調的，由於國內鉀肥行業的高景氣度可持續強，料鹽湖鉀肥等企業為公司帶來的利潤貢獻可視作可持續性的經營性收益。

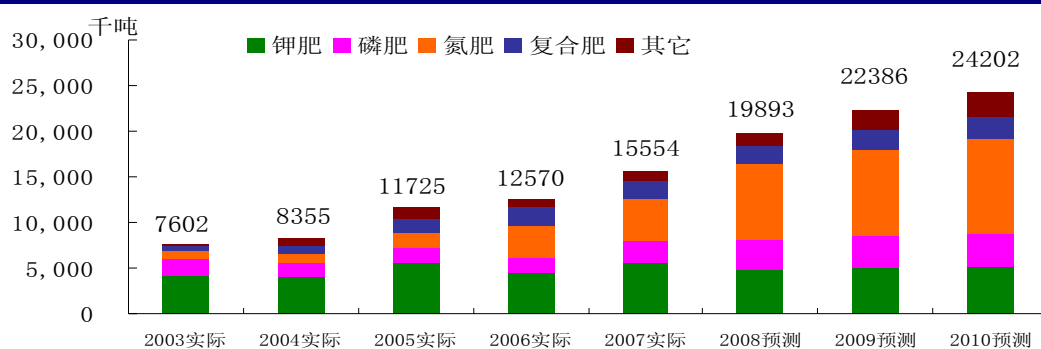
增長動力分析

化肥銷量增長仍可期待

2007—2010年公司化肥銷量的複合平均增長率為15.9%

我們認為公司銷售網路的盈利模式穩定且可複製性強，考慮到公司分銷網路的規模效益、壓縮銷售環節降低成本和農戶對化肥品牌的信賴度，我們認為公司目前的市場約20%的市場份額並未到市場容量瓶頸，而公司加大國內化肥的供應體系，可持提升國內化肥的銷量。就產品分類而言，由於鉀肥價格高漲，同時公司鉀肥進口的非議較多，我們認為鉀肥的銷量難有大的提高；磷肥和複合肥保持較溫和的增長，而氮肥隨著參控股產能的提高（煤頭合成氨的成本上升和政府對化肥出廠價的限制將為公司提供更多的重組並購機會），預計氮肥銷量將會快速增長，總體上我們預計公司銷量2007—2010年的複合平均增長率為15.9%。

圖表 5：公司化肥銷量預測



資料來源：公司資料，第一上海

公司毛利率面臨下降壓力，但預計 2008—2010 年仍可維持在 8% 以上

預計毛利率將穩定在 8% 以上

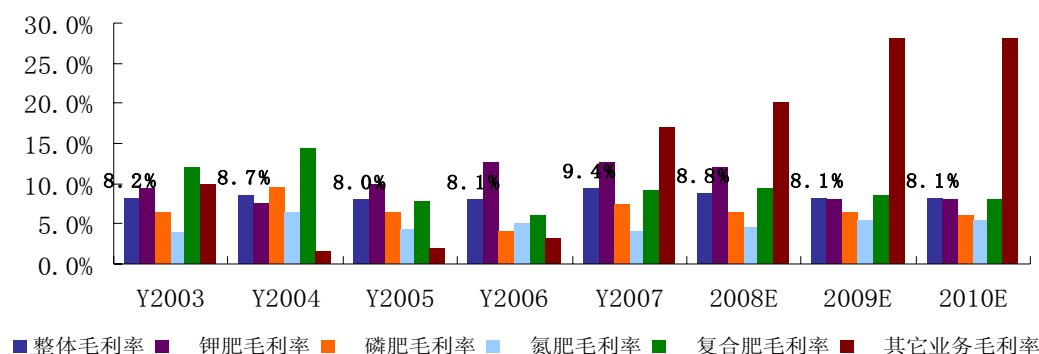
2008年中期毛利率維持在9.4%。由於2008年上半年鉀肥銷售的都是2007年庫存貨，料鉀肥下半年的毛利率將有所下降，而如預期磷肥由於採購成本的上升毛利率有所下降。目前國內政府部門要求化肥的經營差率限制在7%，我們料公司毛利率面臨下行壓力。但考慮國內化肥與國際化肥的巨大差價，我們預測主要化肥的價格長期仍將保持上漲趨勢，氮肥由於控股產能增多預期毛利率將逐步提高，但由於收購的尿素企業為煤頭尿素，毛利率提高幅度應有限，但若煤炭價格大幅下滑，則公司氮肥毛利率提升將超預期，我們的報告假設煤炭價格在高位運行。同時考慮在價格上漲的大趨勢下，公司存貨的結構將可消化部分毛利下降的影響，總體上我們預計公司2008—2010年毛利率為8.8%、8.1%和8.1%。

圖表 6：公司化肥銷售價格預測

平均售價：	2003实际	2004实际	2005实际	2006实际	2007实际	2008预测	2009预测	2010预测
鉀肥	1,150	1,433	1,777	1,874	2,167	3,600	4,200	4,200
磷肥	1,833	2,033	1,819	1,927	2,145	2,300	2,400	2,600
氮肥	1,192	1,484	1,660	1,390	1,520	1,750	1,800	1,900
複合肥	1,772	1,781	1,953	2,015	2,099	4,000	4,500	4,800

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 7：公司毛利率預測



資料來源：公司資料，第一上海

運營效率提高降低費用率，收入增長的背景可抵消毛利率下降的影響

2008年中期分銷中心達1860家，網路銷售化肥690萬噸

2008年中期庫存和應收賬款周轉天數下降至66天和9天，公司運營效率持續得到改善。我們對公司的調研使我們確信公司的經營改善仍有較大空間，而在銷售收入增長的背景可抵消毛利率下降的部分影響，保證公司未來的盈利增長。

圖表 8：公司三項費用占銷售收入情況比

	Y2005	Y2006	Y2007	2008E	2009E	2010E
销售及分销成本	2.05%	2.53%	1.99%	1.81%	1.60%	1.44%
行政开支	1.16%	0.89%	0.91%	0.90%	0.89%	0.88%
融资成本	0.58%	0.61%	0.91%	0.56%	0.46%	0.38%

資料來源：公司資料，第一上海

應占共同控制實體和聯營公司盈利可視作經營性收益

國內最大的化肥生產商地位繼續加強

由於國內鉀肥行業的高景氣度可持續強，料18.49%的鹽湖鉀肥股權及其他股權為公司帶來的利潤貢獻可視作可持續性的經營收益。我們對應占公司共同控制實體和聯營公司的業績參照彭博給出的鹽湖鉀肥盈利預測的最低值，並按17%股權比例（考慮其他可能不利的因素給予一定折讓）計算而得。

圖表 9：鹽湖鉀肥盈利預測

人民币百万元	2008年预测	2009年预测	2010年预测
收入	6064	6876	7700
增长率	95.0%	13.4%	12.0%
净利润	2221	2811	3423
增长率	124.3%	26.6%	21.8%
应占共同控制实体及联营公司业绩	377	478	581

資料來源：彭博，第一上海

估值

DCF 估值

DCF 估值 8.37 港元，估值下線 6.33 港元

根據公司的經營和行業特性，我們對公司採用三階段的 DCF 方法進行估值。按照公司的發展戰略，2008-2012 年為公司的高速成長期，2012-2015 年為成熟期，2016 年後為穩定期，長期增長率選取 3%，DCF 具體估值結果如下：

圖表 10：DCF 估值

期限	高速增长期					成熟期			穩定期
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
	1	2	3	4	5	6	7	8	
自由現金流	-6,958	852	2,939	3,546	5,579	6,137	6,628	6,959	107,147
折現自由現金流	-6,958	776	2,443	2,687	3,853	3,865	3,805	3,643	51,126
WACC	9.7%	貝塔值			1.06				
永久增長率	3.0%	風險溢價			6%				
無風險利率	5.30%								
企業價值	65240.1								
減：少數股東權益	2295.0								
減：銀行及其他借款	5078.0								
加：淨現金	122.0								
股權價值	57989.1								
股份數量	6925								
每股價值（港元）	8.37								

資料來源：第一上海

DCF 估值結果對參數的敏感性分析如下：

圖表 11：DCF 估值參數敏感性分析

		WACC				
		8.69%	9.19%	9.69%	10.19%	10.69%
永久增長率	4.00%	12.20	10.78	9.63	8.67	7.86
	3.50%	11.15	9.95	8.95	8.11	7.40
	3.00%	10.28	9.24	8.37	7.63	7.00
	2.50%	9.55	8.65	7.88	7.22	6.64
	2.00%	8.93	8.13	7.45	6.85	6.33

資料來源：第一上海

同類公司市盈率 P/E 比較

P/E 估值水準與同類公司相若 我們將公司與農資分銷企業 United Agri Products Holding 的估值水準進行比較，公司目前股價對應的 P/E 估值水準基本相若。結合我們自 2007 年以來對兩公司歷次估值水準比較可知，兩公司估值水準變動基本同步，估值水準無大的差異。

公司與同在香港的上市的中海油化學（生產銷售尿素和甲醇）相比，估值略有溢價，但我們認為這基本反映公司較中海油化學更大的規模優勢和更強抵禦經營風險的能力。這都反映公司目前的估值水準與行業平均估值水準同步。

圖表 13：同類公司估值情況

公司名称	代码	收盘价 2008-8-29	2008年预测		2009年预测	
			EPS	PE	EPS	PE
UAP Holding	UAPH.US	24.99	1.72	14.53	2.04	12.25
中海石油化学	3983.HK	5.05	0.39	12.84	0.42	12.15
中化化肥	0297.HK	5.11	0.36	14.19	0.41	12.46

資料來源：Thomson ONE, 第一上海

目標價調將至 6.33 港元，買入評級

目標價 6.33 港元

基於新的資訊，我們將公司 2008 年、2009 年和 2010 年的 EPS 分別調整為 0.36 港元、0.41 港元和 0.48 港元，根據 DCF 估值結果，結合 P/E 估值比較，考慮到市場整體環境，我們選擇 DCF 估值的低端結果作為公司 12 個月目標價，據此目標價調降至 6.33 港元，該價格對應 2008-2010 年預測盈利的市盈率為 17.6 倍、15.1 倍和 13.2 倍，目標價較現價 5.11 港元有 23.87% 的上升空間，維持買入投資評級。

投資風險

鉀肥和複合肥的進口談判延誤導致經營受損

公司化肥銷量大幅降低

化肥價格大幅回落

國家對化肥銷售的政策調控風險

附錄 1：主要財務報表

損益表						財務分析					
<港幣百万>, 财务年度截至<十二月>											
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	21,127	29,437	55,382	66,458	73,947	盈利能力					
毛利	1,708	2,770	4,883	5,409	6,000	毛利率 (%)	8.1%	9.4%	8.8%	8.1%	8.1%
其他业务收入	126	143	194	199	222	EBITDA 利率 (%)	5.5%	7.2%	7.0%	6.5%	6.7%
销售及管理费用	-742	-863	-1,557	-1,721	-1,785	净利率 (%)	4.3%	2.3%	4.7%	4.5%	4.7%
营运收入	1,092	2,050	3,520	3,886	4,437	营运表现					
财务开支	-129	-269	-310	-306	-282	SG&A/收入 (%)	3.5%	2.9%	2.8%	2.6%	2.4%
联营公司	41	56	377	478	581	实际税率 (%)	9.9%	32.1%	25.0%	25.0%	25.0%
其他支出	0	-623	-100	-100	-100	股息支付率 (%)	15.0%	28.9%	20.0%	20.0%	25.0%
税前盈利	1,004	1,011	3,487	3,959	4,636	库存周转	85	76	66	63	60
所得税	-99	-325	-872	-990	-1,159	应付账款天数	42	26	31	31	31
少数股东应占利润	-9	-22	-105	-142	-167	应收账款天数	18	15	12	12	12
净利润	897	664	2,511	2,827	3,310	财务状况					
折旧及摊销	69	82	345	441	513	净负债/股本	0.35	0.33	0.33	0.25	0.13
EBITDA	1,161	2,132	3,865	4,328	4,950	收入/总资产	2.01	1.61	1.76	1.85	1.88
增长						总资产/股本	1.81	3.04	4.55	5.18	5.67
总收入 (%)	9.8%	39.3%	88.1%	20.0%	11.3%	盈利对利息倍数	8.81	4.76	12.26	13.94	17.45
EBITDA (%)	11.2%	83.7%	81.3%	12.0%	14.4%						
每股收益 (%)	15.0%	-25.9%	277.8%	12.6%	17.1%						
资产负债表						现金流量表					
<港幣百万>, 财务年度截至<十二月>						<港幣百万>, 财务年度截至<十二月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测		2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	86	122	1,065	1,532	2,924	EBITDA	1,161	2,132	3,865	4,328	4,950
应收账款	1,272	1,223	1,846	2,215	2,465	融资成本	129	269	310	306	282
存货	4,365	6,943	9,230	10,719	11,377	营运资金变化	-880	-2,470	-612	-1,239	257
其他流动资产	2,703	4,161	5,818	6,789	6,700	所得税	-113	-152	-872	-990	-1,159
总流动资产	8,425	12,450	17,959	21,255	23,465	其他	-219	-503	-499	-559	-572
固定资产	2,084	5,857	13,543	14,614	15,811	营运现金流	77	-723	2,192	1,846	3,757
长期投资	305	1,274	1,274	1,274	1,274	资本开支	-300	-328	-2,500	-1,300	-1,100
其他固定资产	8,120	11,176	16,685	19,981	22,191	其他投资活动	11	-2,543	-6,593	122	161
总资产	10,509	18,306	31,502	35,869	39,276	投资活动现金流	-290	-2,871	-9,093	-1,178	-939
应付帐款	1,815	2,117	4,260	5,112	5,688	负债变化	-835	1,379	3,365	-76	-483
短期银行贷款	99	1,311	4,182	4,506	4,223	股本变化	0	2,322	5,000	0	0
其他短期负债	2,440	4,939	5,173	6,420	7,162	股息	-117	-134	-192	-502	-565
总短期负债	4,354	8,367	13,615	16,039	17,073	其他融资活动	1,174	54	-329	377	-378
长期银行贷款	363	606	1,100	700	500	融资活动现金流	223	3,621	7,844	-201	-1,426
其他负债	1,248	1,112	1,112	1,112	1,112	现金变化	19	36	943	466	1,392
总负债	5,965	10,085	15,827	17,851	18,685	期初持有现金	67	86	122	1,065	1,532
少数股东权益	196	233	551	634	724	期末持有现金	86	122	1,065	1,532	2,924
股东权益	4,348	7,988	15,124	17,384	19,867						
每股账面值	0.8	1.4	2.3	2.6	3.0						
营运资金	4,071	4,083	4,344	5,217	6,392						

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作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。