

2011年10月25日

**A 持有**

600188.SS - 人民币 25.18

目标价格: 人民币 26.29 (↓27.71)

**H 买入**

1171.HK - 港币 18.84

目标价格: 港币 23.46 (↓24.67)

**刘志成, CFA**

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

**股价相对指数表现 (A 股)**


资料来源: 彭博及中银国际研究

**股价表现 (A 股)**

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(11)	(12)	(26)	(12)
相对新华富时				
A50指数(%)	2	(12)	(14)	12

资料来源: 彭博及中银国际研究

**重要数据 (A 股)**

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	7
流通股市值(人民币 百万)	9,041
3个月日均交易额(人民币 百万)	264
净负债比率(%) (2011E)	69
主要股东(%)	
兖矿集团	53

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

# 兖州煤业

## 预测小幅下调

尽管11年3季度兖煤澳洲的实现煤价下降是偶发因素所导致, 我们在对模型进行更新后还是将2011-13年盈利预测下调5-9%。我们相应下调了目标价, 但仍维持对该股的评级不变(H股评级为买入, A股评级为持有)。

### 支撑评级的要点

- 内地现货煤价上升的受益者, 约有60%的自产煤按现货价销售。
- 产量长期增长目标明确, 至2015年产能有望达到1.5亿吨/年。
- H股估值并不贵。

### 评级面临的主要风险

- 新项目/收购的回报低于预期。
- 进军钾肥产业至少需要3年的时间来实现盈利。
- 澳洲的新政策成本。

### 估值

- 我们将H股目标价由24.67港币下调至23.46港币, 仍对应10倍2011年预期盈利。
- 我们将A股目标价由27.71人民币下调至26.29人民币, 仍对应14倍2011年预期盈利。

**图表 1. 投资摘要 (A 股)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	21,500	34,844	47,653	53,025	57,470
变动(%)	(18)	62	37	11	8
净利润(人民币 百万)	3,880	9,009	9,235	9,597	10,463
全面摊薄每股收益(人民币)	0.789	1.832	1.878	1.951	2.127
变动(%)	(38.6)	132.2	2.5	3.9	9.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.979	2.061	2.343
调整幅度(%)	-	-	(5.1)	(5.3)	(9.2)
核心每股收益(人民币)	0.789	1.290	1.698	1.869	2.127
变动(%)	(38.6)	63.5	31.6	10.1	13.8
全面摊薄市盈率(倍)	31.9	13.7	13.4	12.9	11.8
核心市盈率(倍)	31.9	19.5	14.8	13.5	11.8
每股现金流量(人民币)	1.22	0.83	2.13	2.44	2.84
价格/每股现金流量(倍)	20.6	30.4	11.8	10.3	8.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.6	10.8	8.8	8.0	7.0
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.540	0.560	0.610
股息率(%)	1.0	2.1	2.1	2.2	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(21)	6	(37)	(13)
相对恒生中国 企业指数(%)	3	(1)	(14)	15

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据 (H 股)

发行股数(百万)	4,918
流通股(%)	40
流通股市值(港币 百万)	36,880
3 个月日均交易额(港币 百万)	541
净负债比率(%) (2011E)	67

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 投资摘要 (H 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	20,677	33,944	46,422	51,655	55,985
变动(%)	(15)	64	37	11	8
净利润(人民币 百万)	4,117	9,281	9,459	9,921	10,869
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.837	1.887	1.923	2.017	2.210
变动(%)	(36.5)	125.4	1.9	4.9	9.6
市场预期每股收益 (人民币)			1.914	2.033	2.204
先前预测每股收益 (人民币)			2.022	2.115	2.326
变动(%)	-	-	(4.9)	(4.6)	(5.0)
核心每股收益(人民币)	0.837	1.345	1.743	1.935	2.210
变动(%)	(36.5)	60.7	29.6	11.0	14.2
全面摊薄市盈率(倍)	18.5	8.2	8.0	7.7	7.0
核心市盈率(倍)	18.5	11.5	8.9	8.0	7.0
每股现金流量(人民币)	1.30	1.14	2.06	2.60	2.87
价格/每股现金流量(倍)	11.9	13.5	7.5	6.0	5.4
企业价值/息税折旧 前利润(倍)	11.9	6.9	6.3	5.3	4.3
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.540	0.560	0.610
股息率(%)	1.6	3.4	3.5	3.6	3.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 兖煤澳洲业绩疲软详情

11 年 3 季度，负责澳洲业务的子公司兖煤澳洲销量及销售均价分别同比下降 7% 及 8%。期内，考虑到日本需求下滑导致焦煤价格疲软，公司对澳洲的煤炭销售进行了限制。Ashton 煤矿的停产进一步对销量产生了影响。

价格方面，各类型焦煤（半硬焦煤、半软焦煤及高炉喷吹煤）销量下降推动动力煤销售份额上升，由于动力煤价值低于焦煤，煤炭售价亦受到不利影响。此外，由含硫量较高，公司以低于市场价格售出 45 万吨半硬焦煤，这批焦煤的销售合同曾于 11 年 2 季度被客户取消。

### 11 年 4 季度预测核心盈利微升

在中国会计准则下，我们预测兖州煤业核心盈利环比增长 7%，这主要是得益于国内市场现货动力煤价的上升。公司刚从新南威尔士政府取得 Ashton 煤矿新矿区的采矿许可。但是，生产布置仍需要一定时间。我们认为，今年剩余时间内该矿的产量贡献不大。

### 预测及目标价变动

我们根据 3 季度业绩对模型进行了更新，再考虑公司对 Wesfarmers Coal 及 Wesfarmers Char 的收购，我们将 2011-13 年盈利预测下调 5-9%。我们认为，由于 Wesfarmers Coal 已按较市场价低的价格跟客户签订长期合同，该矿 2012 年将无法实现盈利。我们预测 2013 年该矿产量将达到 500 万吨，届时该矿有望实现盈利。

我们目前的 2011 及 2012 年预测已分别包含 8.86 亿人民币及 4.06 亿人民币的税前兑汇收益。我们的宏观研究小组预测，人民币对美元将持续升值，至 2011 年底人民币兑美元汇率将达到 6.31: 1，至 2012 年底人民币兑美元汇率将达到 6.10: 1。我们进一步预测至 2011 年底澳元兑美元汇率将达到 1: 1.07，随后将保持平稳。

由于预测下调，我们将 H 股目标价由 24.67 港币下调至 23.46 港币，仍对应 10 倍 2011 年预期盈利。考虑到上升空间较大，我们仍维持对 H 股的 **买入** 评级。

A 股方面，我们将目标价由 27.71 人民币下调至 26.29 人民币，仍对应 14 倍 2011 年预期盈利。我们仍维持对 A 股的 **持有** 评级。

图表 1. 华东地区甲醇价格



资料来源: 中银国际研究

**损益表—A股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	21,500	34,844	47,653	53,025	57,470
销售成本	(12,220)	(18,906)	(27,380)	(31,141)	(33,728)
经营费用	(2,470)	(3,486)	(3,271)	(4,181)	(5,057)
经营利润(息税前利润)	5,118	9,848	12,988	13,433	14,223
折旧及摊销	(1,693)	(2,604)	(4,013)	(4,270)	(4,461)
息税折旧前利润	6,811	12,452	17,002	17,703	18,685
净利息收入(费用)	162	2,217	(548)	(443)	1
其他收益/(损失)	131	48	24	24	24
税前利润	5,411	12,114	12,464	13,013	14,248
所得税	(1,505)	(3,101)	(3,186)	(3,370)	(3,738)
少数股东权益	(26)	(4)	(43)	(46)	(47)
净利润	3,880	9,009	9,235	9,597	10,463
核心净利润	3,880	6,343	8,349	9,191	10,463
每股收益(人民币)	0.789	1.832	1.878	1.951	2.127
核心每股收益(人民币)	0.789	1.290	1.698	1.869	2.127
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.540	0.560	0.610
收入增长(%)	(18)	62	37	11	8
息税前利润增长(%)	(42)	92	32	3	6
息税折旧前利润增长(%)	(33)	83	37	4	6
每股收益增长(%)	(39)	132	3	4	9
核心每股收益增长(%)	(39)	63	32	10	14

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**资产负债表—A股(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	12,293	10,790	9,907	2,244	1,970
应收帐款	437	488	667	742	804
库存	886	1,646	2,411	2,768	3,021
其他流动资产	7,269	16,551	19,702	20,224	21,601
流动资产总计	20,885	29,475	32,687	25,978	27,397
固定资产	18,272	19,378	33,989	37,011	34,140
无形资产	20,113	20,787	20,478	20,024	19,374
其他长期资产	2,982	3,188	3,717	3,720	3,723
长期资产总计	41,367	43,354	58,185	60,755	57,237
总资产	62,252	72,829	90,871	86,733	84,634
应付帐款	1,307	1,517	2,197	2,499	2,706
短期债务	1,620	625	17,696	11,683	5,683
其他流动负债	8,014	8,716	6,419	11,354	12,729
流动负债总计	10,941	10,858	26,312	25,536	21,118
长期借款	20,912	21,661	20,181	9,498	3,815
其他长期负债	1,940	3,502	3,833	4,264	4,756
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	23,439	31,803	35,499	42,342	49,804
股东权益	28,358	36,722	40,417	47,260	54,723
少数股东权益	102	86	129	175	222
总负债及权益	62,252	72,829	90,871	86,733	84,634
每股帐面价值(人民币)	5.77	7.47	8.22	9.61	11.13
每股有形资产(人民币)	1.68	3.24	4.05	5.54	7.19
每股净负债(现金)(人民币)	2.08	2.34	5.69	3.85	1.53

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**现金流量表—A股(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,411	12,114	12,464	13,013	14,248
折旧与摊销	1,693	2,604	4,013	4,270	4,461
净利息费用	(162)	(2,217)	548	443	(1)
运营资本变动	540	(6,860)	(3,675)	(2,749)	(1,485)
税金	(1,505)	(3,101)	(3,186)	(3,370)	(3,738)
其他经营现金流	33	1,530	317	417	478
经营活动产生的现金流	6,010	4,070	10,482	12,025	13,963
购买固定资产净值	(21,886)	(4,831)	(17,361)	(5,892)	(800)
投资减少/增加	(227)	(1,248)	0	0	0
其他投资现金流	138	(46)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(21,975)	(6,126)	(17,361)	(5,892)	(800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	20,532	617	9,150	(10,696)	(10,683)
支付股息	(1,967)	(1,230)	(2,607)	(2,656)	(2,754)
其他融资现金流	96	1,072	(548)	(443)	1
融资活动产生的现金流	18,661	459	5,995	(13,795)	(13,437)
现金变动	2,696	(1,597)	(884)	(7,662)	(274)
期初现金	9,695	12,293	10,790	9,907	2,244
公司自由现金流	(15,777)	(1,868)	(6,726)	6,215	13,184
权益自由现金流	4,729	779	1,723	(5,007)	2,481

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率—A股**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	31.7	35.7	35.7	33.4	32.5
息税前利润率	23.8	28.3	27.3	25.3	24.7
税前利润率	25.2	34.8	26.2	24.5	24.8
净利率	18.0	25.9	19.4	18.1	18.2
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.9	2.7	1.2	1.0	1.3
利息覆盖率	201.5	NA	18.5	25.6	686.5
净权益负债率(%)	36.0	31.2	69.0	39.9	13.7
速动比率	1.8	2.6	1.2	0.9	1.2
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	31.9	13.7	13.4	12.9	11.8
核心业务市盈率	31.9	19.5	14.8	13.5	11.8
目标价对应核心业务市盈率	33.3	20.4	15.5	14.1	12.4
市净率	4.4	3.4	3.1	2.6	2.3
价格/现金流	20.6	30.4	11.8	10.3	8.9
企业价值/息税折旧前利润	19.6	10.8	8.8	8.0	7.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	25.5	24.4	27.0	30.4	31.3
应收帐款周转天数	7.2	4.8	4.4	4.9	4.9
应付帐款周转天数	18.3	14.8	14.2	16.2	16.5
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	31.7	28.9	28.8	28.7	28.7
净资产收益率	14.1	27.7	23.9	21.9	20.5
资产收益率	7.8	10.8	11.8	11.2	12.2
已运用资本收益率	13.6	18.2	19.1	18.4	21.4

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**损益表—H股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	20,677	33,944	46,422	51,655	55,985
销售成本	(11,547)	(18,887)	(27,318)	(31,056)	(33,636)
经营费用	(1,963)	(2,296)	(2,521)	(2,698)	(2,949)
经营利润(息税前利润)	5,310	9,964	12,569	13,631	14,939
折旧及摊销	(1,857)	(2,798)	(4,013)	(4,270)	(4,461)
息税折旧前利润	7,167	12,762	16,583	17,901	19,400
净利息收入(费用)	142	(416)	(548)	(443)	1
其他收益/(损失)	233	2,930	994	514	108
税前利润	5,686	12,477	13,015	13,703	15,048
所得税	(1,553)	(3,171)	(3,514)	(3,735)	(4,132)
少数股东权益	(15)	(25)	(43)	(46)	(47)
净利润	4,117	9,281	9,459	9,921	10,869
核心净利润	4,117	6,616	8,573	9,515	10,869
每股收益(人民币)	0.837	1.887	1.923	2.017	2.210
核心每股收益(人民币)	0.837	1.345	1.743	1.935	2.210
每股股息(人民币)	0.250	0.530	0.540	0.560	0.610
收入增长(%)	(15)	64	37	11	8
息税前利润增长(%)	(38)	88	26	8	10
息税折旧前利润增长(%)	(27)	78	30	8	8
每股收益增长(%)	(37)	125	2	5	10
核心每股收益增长(%)	(37)	61	30	11	14

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**资产负债表—H股(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	12,054	9,424	8,190	1,277	1,163
应收帐款	4,724	10,017	12,998	14,463	15,676
库存	886	1,646	2,411	2,768	3,021
其他流动资产	2,337	3,194	6,520	3,194	3,194
流动资产总计	20,001	24,281	30,118	21,703	23,053
固定资产	18,877	19,875	34,486	37,507	34,637
无形资产	20,172	20,830	22,867	21,766	20,470
其他长期资产	3,382	7,770	7,757	7,744	7,731
长期资产总计	42,432	48,475	65,109	67,017	62,837
总资产	62,433	72,756	95,228	88,720	85,890
应付帐款	1,367	1,554	2,277	2,614	2,853
短期债务	1,604	621	17,696	11,683	5,683
其他流动负债	7,439	7,958	7,958	10,498	10,965
流动负债总计	10,410	10,134	27,931	24,795	19,500
长期借款	20,912	22,401	20,181	9,498	3,815
其他长期负债	1,856	2,783	2,783	2,783	2,783
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	24,233	32,413	39,265	46,530	54,631
股东权益	29,152	37,332	44,184	51,449	59,550
少数股东权益	102	107	150	196	243
总负债及权益	62,433	72,756	95,228	88,720	85,890
每股帐面价值(人民币)	5.93	7.59	8.98	10.46	12.11
每股有形资产(人民币)	1.83	3.36	4.33	6.03	7.95
每股净负债/(现金)(人民币)	2.13	2.76	6.04	4.05	1.69

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**现金流量表—H股(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	5,686	12,477	13,015	13,703	15,048
折旧与摊销	1,857	2,798	4,013	4,270	4,461
净利息费用	(142)	416	548	443	(1)
运营资本变动	621	(5,647)	(3,023)	(1,485)	(1,226)
税金	(1,597)	(2,039)	(3,514)	(3,735)	(4,132)
其他经营现金流	(47)	(2,379)	(900)	(420)	(14)
经营活动产生的现金流	6,378	5,627	10,140	12,775	14,136
购买固定资产净值	(22,462)	(3,407)	(17,361)	(5,892)	(800)
投资减少/增加	80	1,228	0	0	0
其他投资现金流	(110)	(4,584)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(22,492)	(6,763)	(17,361)	(5,892)	(800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	20,532	(129)	9,150	(10,696)	(10,683)
支付股息	(1,967)	(1,230)	(2,607)	(2,656)	(2,754)
其他融资现金流	81	(220)	(548)	(443)	(14)
融资活动产生的现金流	18,646	(1,579)	5,995	(13,795)	(13,452)
现金变动	2,531	(2,715)	(1,226)	(6,912)	(116)
期初现金	9,612	12,045	9,415	8,190	1,277
公司自由现金流	(15,927)	(949)	(7,068)	6,966	13,357
权益自由现金流	4,560	(1,681)	1,381	(4,256)	2,654

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率—H股**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	34.7	37.6	35.7	34.7	34.7
息税前利润率	25.7	29.4	27.1	26.4	26.7
税前利润率	27.5	36.8	28.0	26.5	26.9
净利率	19.9	27.3	20.4	19.2	19.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.9	2.4	1.1	0.9	1.2
利息覆盖率	117.7	16.5	17.9	25.9	721.0
净权益负债率(%)	35.8	36.3	67.0	38.5	13.9
速动比率	1.8	2.2	1.0	0.8	1.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	18.5	8.2	8.0	7.7	7.0
核心业务市盈率	18.5	11.5	8.9	8.0	7.0
目标价对应核心业务市盈率	23.0	14.3	11.0	9.9	8.7
市净率	2.6	2.0	1.7	1.5	1.3
价格/现金流	11.9	13.5	7.5	6.0	5.4
企业价值/息税折旧前利润	11.9	6.9	6.3	5.3	4.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	27.0	24.5	27.1	30.4	31.4
应收帐款周转天数	68.0	79.3	90.5	97.0	98.2
应付帐款周转天数	20.1	15.7	15.1	17.3	17.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	29.9	28.1	28.1	27.8	27.6
净资产收益率	14.7	27.9	23.2	20.7	19.6
资产收益率	8.1	11.0	10.9	10.8	12.4
已运用资本收益率	13.9	18.1	17.8	17.7	21.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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