

2011年10月26日

**A 持有**

601600.SS - 人民币 8.14

目标价格: 人民币 7.80 (▼10.00)

**H 持有**

2600.HK - 港币 3.90

目标价格: 港币 4.30 (▲6.20)

乐宇坤\*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

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 (%)	77	20	71	(48)
相对新华富时 A50 指数 (%)	47	6	42	(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)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (人民币 百万)	33,025.6
3个月日均交易额 (人民币 百万)	116
净负债比率 (%) (2011E)	60.0
主要股东 (%)	
中铝公司	36

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

# 中国铝业

## 三季报业绩符合预期, 但下调铝价预测和全年业绩

中国铝业公告 2011 年 3 季报, 前三个季度实现营收 1,076 亿元, 同比上涨 21.5%; 实现归属上市公司股东净利润约 9.68 亿元, 同比上涨 134.4%, 折合每股收益 0.072 元, 基本符合我们的预期。其中第三季度公司录得每股收益 0.042 元, 环比大幅上涨 500%。公司前三季度业绩暴增主要来自于销量上升且有效控制销售成本, 从而拉高了毛利水平。其次公司继续狠抓管理和销售费用, 两费营收占比皆再创新低。由于全球经济复苏放缓, 国内紧缩政策持续, 以及国内电解铝新产能投放较多, 我们预计未来铝供需基本面将继续疲软, 因此我们将 2011-2013 年的铝价假设下调 2.2-3.1%, 我们也随之将公司 2011-2013 年每股盈利预测下调 14.7%、9.2% 和 7.3%。此外三季度有色板块估值出现了大幅下调, 因此我们将公司 A 股和 H 股的目标价也下调至 7.80 元人民币和 4.30 港币, 但维持 A 股和 H 股的持有评级。

### 支撑评级的要点

- 非公开增发项目已核准, 有望巩固氧化铝龙头地位。
- 公司管理费用和销售费用占比持续改善。

### 评级面临的主要风险

- 电解铝产能总体仍然过剩。
- 电力、人工等成本仍存在上行可能。

### 估值

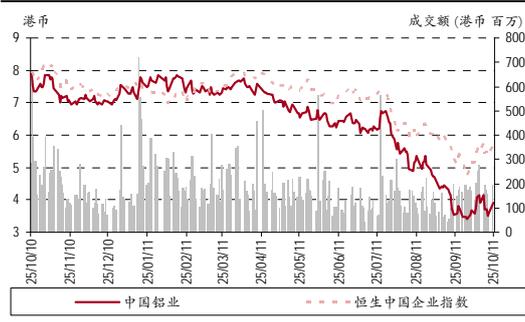
- 我们将 A 股目标价由 10.00 元下调至 7.80 元人民币, 这是基于 2.0 倍的 2011 年市净率。同时我们也将 H 股目标价由 6.20 港币下调至 4.30 港币, 这是基于约 0.9 倍 2011 年市净率。我们维持对公司 A 股和 H 股的持有评级。

### 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)	70,268	120,995	125,581	130,786	136,759
变动 (%)	-	72	4	4	5
净利润 (人民币 百万)	(4,646)	778	1,400	2,643	3,311
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
变动 (%)	-	(116.7)	80.0	75.8	25.3
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.121	0.201	0.246
调整幅度 (%)	-	-	(14.7)	(9.2)	(7.3)
核心每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
变动 (%)	-	(116.7)	80.0	75.8	25.3
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	141.5	78.6	44.7	35.7
核心市盈率 (倍)	N/M	141.5	78.6	44.7	35.7
每股现金流量 (人民币)	(0.05)	0.53	0.54	0.87	0.89
价格/每股现金流量 (倍)	(155.9)	15.5	15.2	9.3	9.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	57.4	15.2	16.6	13.0	11.8
每股股息 (人民币)	0.000	0.011	0.021	0.036	0.046
股息率 (%)	0.0	0.1	0.3	0.4	0.6

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 (%)	27	40	24	(58)
相对恒生中国企业指数 (%)	23	23	18	(25)

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)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (港币 百万)	15,823.08
3 个月日均交易额 (港币 百万)	152
净负债比率 (%) (2010E)	60.0

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)	70,268	120,995	125,581	130,786	136,759
变动 (%)		72	4	4	5
净利润 (人民币 百万)	(4,646)	778	1,400	2,643	3,311
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
变动 (%)		(116.7)	80.0	75.8	25.3
核心每股收益 (人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
变动 (%)		(116.7)	80.0	75.8	25.3
全面摊薄市盈率 (倍)	n.a	55.6	30.9	17.6	14.0
核心市盈率 (倍)	n.a	55.6	30.9	17.6	14.0
每股现金流量 (人民币)	(0.05)	0.53	0.54	0.87	0.89
价格/每股现金流量 (倍)	(61.3)	6.1	6.0	3.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)		35.3	8.6	9.6	6.6
每股股息 (人民币)	0.000	0.011	0.021	0.036	0.046
股息率 (%)	0.00	0.35	0.65	1.14	1.43

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

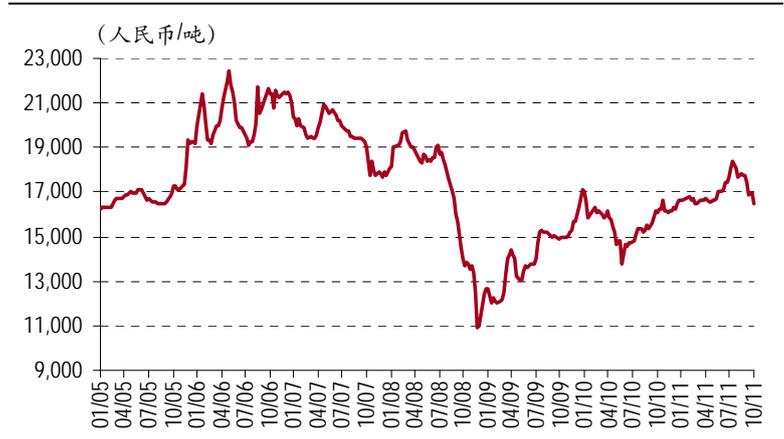
### 3 季度盈利显著增长，管理、销售费用营收占比继续下降

2011 年前 3 季度公司实现净利润近 9.68 亿元，同比大幅上扬 134%，折合每股盈利 0.072 元（2010 年前三季度每股收益 0.0305 元），基本符合我们之前的预期。其中公司第三季度实现净利润 5.55 亿元，折合每股盈利 0.042 元。

公司前三季度以及第三季度盈利大幅增长的主要原因皆是：

1. 2011 年公司连城分公司 38 万吨和甘肃分公司 7 万吨电解铝产能陆续投产，带动公司产销量较去年明显增长。
2. 2011 年前三季度国内铝价较去年同期大幅上涨 9.68%。虽然国内铝价于 8 月初攀升至近 3 年以来高点回落，且至今已较前期高点下滑近 13.5%，但第三季度国内现货铝价环比依然上涨近 5.78%。
3. 公司销售费用和管理费用持续下降。

图表 2. 电解铝现货价格走势



资料来源：亚洲金属网，中银国际研究

**图表 3.管理费用占营收比例 (%)**

11Q3	11Q2	11Q1	10Q4	10Q3	10Q2	10Q1	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1	08Q4	08Q3	08Q2	08Q1	07Q4	07Q3
1.73	1.77	2.03	2.26	1.68	2.08	2.06	4.63	3.08	4.27	3.75	3.87	2.82	2.72	3.09	4.31	2.95

资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 4.销售费用占营收比例 (%)**

11Q3	11Q2	11Q1	10Q4	10Q3	10Q2	10Q1	09Q4	09Q3	09Q2	09Q1	08Q4	08Q3	08Q2	08Q1	07Q4	07Q3
1.15	1.32	1.3	1.31	1.32	1.33	1.8	1.92	1.98	1.74	2.04	1.93	1.81	1.68	1.15	1.56	1.44

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 下调未来铝价预测

今年7月下旬以来，受国内铝库存持续下降，以及国内铝材出口需求旺盛刺激，国内铝价大幅上涨，沪铝亦于8月4日达到18,645元/吨的高位。

但随后欧美债务危机轮番恶化，全球主要国家经济复苏进程放缓，我国紧缩政策持续，国内外铝价也受拖累出现大幅下挫。其中沪铝在8月初见高点后快速回落，目前已较高点下跌了近13.5%。

8月底以来，水电紧张以及煤价高涨造成西南地区电荒问题日益严重。据统计南方电网全网电力缺口达15%，桂、黔两省区更是因缺口超过20%。电荒已影响到西部地区电解铝企业的生产运营：9月广西、贵州两省率先对当地的电解铝企业用电量进行了压缩控制，除了中铝广西分公司、中铝贵州分公司等被迫关停电解槽之外，其他一些中小型电解铝厂也在通过压缩电流负荷来维持生产运营。虽然如此，由于同期西北地区新建铝产能的陆续投放削弱了西南地区减产对市场的影响。

由于当前国内外经济形势的诸多不确定性令市场传统的金九银十消费旺季并未在今年得到显著体现，下游加工企业生产订单较上半年有大幅削弱。

面对四季度国内较为可观的新增电解铝产能投放，我们估计未来3-6个月内国内铝价仍将承受压力。由此，我们将2011-2013年的铝价假设下调了2.2-3.1%。

**图表 5. 电解铝价格预测**

(人民币/吨)	2011E	2012E	2013E
原假设	17,500	18,200	18,200
最新假设	16,988	17,633	17,795
变动(%)	(2.9)	(3.1)	(2.2)

资料来源：中银国际研究部

### 下调盈利预测和目标价，但重申持有评级

由于我们下调了未来3年铝价预测，因此我们相应下调公司2011-2013年盈利预测至0.104元（下调14.7%），0.182元（下调9.2%）和0.228元（下调7.3%）。

此外，考虑到今年第三季度以来有色板块估值大幅下调，因此我们也相应调整了公司的估值。我们下调A股目标价至7.80元人民币，这是基于2倍的2011年市净率。同时我们也下调H股目标价至4.30港币，这是基于约0.9倍2011年市净率。我们维持对公司A股和H股的持有评级。

**图表 6. 11年1-3季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010年1-3季度	2011年1-3季度	同比变化(%)
<b>销售收入</b>	88,573	107,615	21.5
销售成本	83,193	100,808	21.2
营业税	253	259	2.4
<b>毛利润</b>	5,126	6,547	27.7
其他营业收入	66	127	92.1
分销费用	1,158	1,167	0.8
管理费用	1,722	1,860	8.0
资产减值损失	301	369	22.4
<b>经营利润</b>	2,011	3,278	63.0
财务费用	1,923	2,342	21.8
投资收入	635	823	29.7
其它非经营性收入	121	53	(56.5)
<b>税前利润</b>	844	1,812	114.6
税金	149	361	142.6
少数股东权益	283	484	71.0
<b>净利润</b>	413	968	134.4
<b>全面摊薄每股收益(元)</b>	0.031	0.072	134.4
<b>盈利能力(%)</b>			
毛利率	5.8	6.1	
经营利润率	2.3	3.0	
净利率	0.5	0.9	

资料来源：公司数据

**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	70,268	120,995	125,581	130,786	136,759
销售成本	(69,046)	(113,188)	(117,528)	(120,966)	(126,185)
经营费用	1,502	1,759	951	1,402	1,494
经营利润(息税前利润)	2,725	9,565	9,003	11,222	12,069
折旧及摊销	(6,075)	(6,084)	(5,468)	(5,928)	(6,104)
息税折旧前利润	(3,351)	3,481	3,536	5,294	5,965
净利息收入(费用)	(2,169)	(2,536)	(1,409)	(1,445)	(1,093)
其他收益/(损失)	129	435	72	106	102
税前利润	(5,391)	1,380	2,198	3,955	4,974
所得税	708	(411)	(550)	(989)	(1,244)
少数股东权益	37	(191)	(248)	(323)	(420)
净利润	(4,646)	778	1,400	2,643	3,311
核心净利润	(4,646)	778	1,400	2,643	3,311
每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
核心每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.021	0.036	0.046
收入增长(%)	n.a.	72	4	4	5
息税前利润增长(%)	n.a.	(204)	2	50	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	251	(6)	25	8
每股收益增长(%)	n.a.	(117)	80	76	25
核心每股收益增长(%)	n.a.	(117)	80	76	25

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	7,859	9,496	10,172	10,724	11,625
应收帐款	1,417	1,288	2,009	2,354	2,735
库存	20,423	21,780	27,031	29,032	30,284
其他流动资产	6,634	8,760	10,178	11,131	12,777
流动资产总计	36,334	41,324	49,390	53,242	57,421
固定资产	70,200	72,722	80,453	78,408	74,141
无形资产	4,993	5,215	5,072	4,930	4,787
其他长期资产	22,448	22,061	19,073	19,621	21,466
长期资产总计	97,641	99,997	104,598	102,959	100,394
总资产	133,975	141,322	153,989	156,200	157,815
应付帐款	4,441	4,339	7,052	7,258	7,571
短期债务	22,993	20,590	21,055	5,667	1,481
其他流动负债	12,596	30,805	33,862	39,046	43,883
流动负债总计	40,030	55,734	61,969	51,971	52,935
长期借款	25,899	18,808	22,495	26,182	27,791
其他长期负债	12,465	9,594	10,931	6,795	2,768
股本	13,524	13,524	13,524	14,524	14,524
储备	36,876	38,084	39,242	50,577	53,225
股东权益	50,401	51,608	52,767	65,101	67,750
少数股东权益	5,180	5,579	5,827	6,150	6,570
总负债及权益	133,975	141,322	153,989	156,200	157,815
每股帐面价值(人民币)	3.73	3.82	3.90	4.48	4.66
每股有形资产(人民币)	3.36	3.43	3.53	4.14	4.33
每股净负债/(现金)(人民币)	3.03	2.21	2.47	1.45	1.22

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	(5,391)	1,380	2,198	3,955	4,974
折旧与摊销	6,075	6,084	5,468	5,928	6,104
净利息费用	2,238	2,581	1,409	1,445	1,093
运营资本变动	3,696	14,409	12,578	(1,270)	(4,486)
税金	708	(411)	(550)	(989)	(1,244)
其他经营现金流	(8,033)	(16,940)	(13,852)	3,582	6,501
经营活动产生的现金流	(706)	7,104	7,252	12,651	12,943
购买固定资产净值	(9,906)	(8,380)	(10,535)	(4,598)	(3,783)
投资减少/增加	528	991	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(871)	150	82	95
投资活动产生的现金流	(9,477)	(8,260)	(10,385)	(4,516)	(3,688)
净增权益	0	0	0	10,220	0
净增债务	1,678	39	4,153	(11,701)	(2,577)
支付股息	0	(153)	(280)	(529)	(662)
其他融资现金流	(101)	2,908	(63)	(5,573)	(5,115)
融资活动产生的现金流	1,577	2,794	3,809	(7,582)	(8,354)
现金变动	(8,606)	1,637	676	552	900
期初现金	16,465	7,859	9,496	10,172	10,724
公司自由现金流	(10,183)	(1,080)	(3,133)	8,136	9,254
权益自由现金流	(10,675)	(3,578)	1,001	(3,583)	6,663

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	3.9	7.9	7.2	8.6	8.8
息税前利润率	(4.8)	2.9	2.8	4.0	4.4
税前利润率	(7.7)	1.1	1.8	3.0	3.6
净利率	(6.6)	0.6	1.1	2.0	2.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.5)	1.4	2.4	3.6	5.3
净权益负债率(%)	73.8	52.3	57.0	29.6	23.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	N/M	141.5	78.6	44.7	35.7
核心业务市盈率	N/M	141.5	78.6	44.7	35.7
目标价对应核心业务市盈率	N/M	135.6	75.3	42.9	34.2
市净率	2.2	2.1	2.1	1.8	1.7
价格/现金流	(155.9)	15.5	15.2	9.3	9.1
企业价值/息税折旧前利润	57.4	15.2	16.6	13.0	11.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	108.0	68.0	75.8	84.6	85.8
应收帐款周转天数	7.4	3.9	4.8	6.1	6.8
应付帐款周转天数	23.1	13.1	16.6	20.0	19.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	n.a.	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	(9.2)	1.5	2.7	4.5	5.0
资产收益率	(2.5)	1.7	1.8	2.6	2.8
已运用资本收益率	(3.2)	3.6	3.6	5.2	5.8

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	70,268	120,995	125,581	130,786	136,759
销售成本	(69,046)	(113,188)	(117,528)	(120,966)	(126,185)
经营费用	1,502	1,759	951	1,402	1,494
经营利润(息税前利润)	2,725	9,565	9,003	11,222	12,069
折旧及摊销	(6,075)	(6,084)	(5,468)	(5,928)	(6,104)
息税折旧前利润	(3,351)	3,481	3,536	5,294	5,965
净利息收入(费用)	(2,169)	(2,536)	(1,409)	(1,445)	(1,093)
其他收益/(损失)	129	435	72	106	102
税前利润	(5,391)	1,380	2,198	3,955	4,974
所得税	708	(411)	(550)	(989)	(1,244)
少数股东权益	37	(191)	(248)	(323)	(420)
净利润	(4,646)	778	1,400	2,643	3,311
核心净利润	(4,646)	778	1,400	2,643	3,311
每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
核心每股收益(人民币)	(0.344)	0.058	0.104	0.182	0.228
每股股息(人民币)	0.000	0.011	0.021	0.036	0.046
收入增长(%)	n.a.	72	4	4	5
息税前利润增长(%)	n.a.	(204)	2	50	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	251	(6)	25	8
每股收益增长(%)	n.a.	(117)	80	76	25
核心每股收益增长(%)	n.a.	(117)	80	76	25

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	7,859	9,496	10,172	10,724	11,625
应收帐款	1,417	1,288	2,009	2,354	2,735
库存	20,423	21,780	27,031	29,032	30,284
其他流动资产	6,634	8,760	10,178	11,131	12,777
流动资产总计	36,334	41,324	49,390	53,242	57,421
固定资产	70,200	72,722	80,453	78,408	74,141
无形资产	4,993	5,215	5,072	4,930	4,787
其他长期资产	22,448	22,061	19,073	19,621	21,466
长期资产总计	97,641	99,997	104,598	102,959	100,394
总资产	133,975	141,322	153,989	156,200	157,815
应付帐款	4,441	4,339	7,052	7,258	7,571
短期债务	22,993	20,590	21,055	5,667	1,481
其他流动负债	12,596	30,805	33,862	39,046	43,883
流动负债总计	40,030	55,734	61,969	51,971	52,935
长期借款	25,899	18,808	22,495	26,182	27,791
其他长期负债	12,465	9,594	10,931	6,795	2,768
股本	13,524	13,524	13,524	14,524	14,524
储备	36,876	38,084	39,242	50,577	53,225
股东权益	50,401	51,608	52,767	65,101	67,750
少数股东权益	5,180	5,579	5,827	6,150	6,570
总负债及权益	133,975	141,322	153,989	156,200	157,815
每股帐面价值(人民币)	3.73	3.82	3.90	4.48	4.66
每股有形资产(人民币)	3.36	3.43	3.53	4.14	4.33
每股净负债/(现金)(人民币)	3.03	2.21	2.47	1.45	1.22

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	(5,391)	1,380	2,198	3,955	4,974
折旧与摊销	6,075	6,084	5,468	5,928	6,104
净利息费用	2,238	2,581	1,409	1,445	1,093
运营资本变动	3,696	14,409	12,578	(1,270)	(4,486)
税金	708	(411)	(550)	(989)	(1,244)
其他经营现金流	(8,033)	(16,940)	(13,852)	3,582	6,501
经营活动产生的现金流	(706)	7,104	7,252	12,651	12,943
购买固定资产净值	(9,906)	(8,380)	(10,535)	(4,598)	(3,783)
投资减少/增加	528	991	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(871)	150	82	95
投资活动产生的现金流	(9,477)	(8,260)	(10,385)	(4,516)	(3,688)
净增权益	0	0	0	10,220	0
净增债务	1,678	39	4,153	(11,701)	(2,577)
支付股息	0	(153)	(280)	(529)	(662)
其他融资现金流	(101)	2,908	(63)	(5,573)	(5,115)
融资活动产生的现金流	1,577	2,794	3,809	(7,582)	(8,354)
现金变动	(8,606)	1,637	676	552	900
期初现金	16,465	7,859	9,496	10,172	10,724
公司自由现金流	(10,183)	(1,080)	(3,133)	8,136	9,254
权益自由现金流	(10,675)	(3,578)	1,001	(3,583)	6,663

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	3.9	7.9	7.2	8.6	8.8
息税前利润率	(4.8)	2.9	2.8	4.0	4.4
税前利润率	(7.7)	1.1	1.8	3.0	3.6
净利率	(6.6)	0.6	1.1	2.0	2.4
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.9	0.7	0.8	1.0	1.1
利息覆盖率	(1.5)	1.4	2.4	3.6	5.3
净权益负债率(%)	73.8	52.3	57.0	29.6	23.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	N/M	55.6	30.9	17.6	14.0
核心业务市盈率	N/M	55.6	30.9	17.6	14.0
目标价对应核心业务市盈率	N/M	61.3	34.1	19.4	15.5
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
价格/现金流	(61.3)	6.1	6.0	3.7	3.6
企业价值/息税折旧前利润	35.3	8.6	9.6	6.6	5.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	108.0	68.0	75.8	84.6	85.8
应收帐款周转天数	7.4	3.9	4.8	6.1	6.8
应付帐款周转天数	23.1	13.1	16.6	20.0	19.8
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	n.a.	19.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	(9.2)	1.5	2.7	4.5	5.0
资产收益率	(2.5)	1.7	1.8	2.6	2.8
已运用资本收益率	(3.2)	3.6	3.6	5.2	5.8

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士，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 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

英国伦敦嘉嘉街 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