2011 年 8 月 15 日

锡业股份

锡资源储量增长前景乐观

买入

A

000960.SZ – 人民币 28.10

目标价格: 人民币 33.60(⬇47.10)

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

资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(5)	(6)	7	60
相对新华富时 A50 指数 (%)	2	1	16	65

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	907
流通股 (%)	54
流通股市值 (人民币百万)	13,763
3 个月日均交易额 (人民币百万)	314
净负债比率 (%)	107
主要股东(%)	
云南锡业集团	52

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
具备证券投资资讯业务资格

锡业股份今日公告，公司计划发行 12 亿元公司债券，募集资金主要用于偿还短期借款，从而改善债务结构。公司所在地个旧地区是全球大型的锡矿集聚区，而目前地质勘探区域仅为个旧矿区的 15%，进一步找矿的前景广阔；另外母公司云锡控股拥有锡资源储量 101.3 万吨，这些意味着公司的锡资源未来增长空间极大。下半年锡的供应估计并不充裕，另外，随着三季度末传统消费旺季到来，锡的下游消费将有望恢复增长，并提升锡价。由于 4 月以来 A 股有色金属公司估值下降，我们将目标价格由 47.10 元下调为 33.60 元，我们对该股维持买入评级。

支撑评级的要点

- 全球锡供应并不充裕；
- 锡、铅、铜的产能上升；
- 未来锡资源增长潜力较大。

评级面临的主要风险

- 印尼私人开采造成短期供应大幅增加；
- 锡深加工产品的市场开拓可能仍不顺利；
- 债务负担沉重，增发新股融资金额较大。

估值

- 我们将目标价格由 47.10 元下调为 33.60 元，这是基于 32 倍 12 年市盈率。我们对该股维持**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	6,908	8,959	14,122	16,308	19,027
变动 (%)	*(22)*	*30*	*58*	*15*	*17*
净利润 (人民币 百万)	134	366	895	1,114	1,243
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.184	0.411	0.987	1.049	1.171
变动 (%)	*470.6*	*123.5*	*139.9*	*6.3*	*11.6*
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.443	0.663	0.883	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.663	0.780	-
调整幅度 (%)	-	-	*48.9*	*34.6*	*NA*
核心每股收益 (人民币)	0.184	0.411	0.987	1.049	1.171
变动 (%)	*470.6*	*123.5*	*139.9*	*6.3*	*11.6*
全面摊薄市盈率 (倍)	152.7	68.3	28.5	26.8	24.0
核心市盈率 (倍	152.7	68.3	28.5	26.8	24.0
每股现金流量 (人民币)	0.62	(1.50)	1.13	0.87	0.74
价格/每股现金流量 (倍)	45.2	(18.7)	24.9	32.4	38.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	47.7	37.4	19.3	17.5	16.4
每股股息 (人民币)	0.118	0.141	0.348	0.370	0.413
股息率 (%)	0.4	0.5	1.2	1.3	1.5

**：假设 2012 年初完成增发*

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

计划发行公司债券以改善债务结构

锡业股份今日公告，公司计划发行12亿元公司债券，为7年期固定利率债券(附第 5 年末发行人上调票面利率和投资者回售选择权)，债券票面利率区间为 6.55%-6.85%，发行日期为2011年8月17日至19日。募集资金中8亿元用于偿还公司的短期借款或一年内到期的长期借款，剩余资金用于补充公司营运资金。截至2011年6月末，公司的短期借款和一年内到期的长期借款占借款总额的88%,明显债务结构不合理，因此，为降低短期流动性风险，公司适当增加中长期债务规模。另外，按目前的中长期银行贷款利率水平(5年以上利率为7.05%)，这次公司债券发行后，公司每年也可节省少量的财务费用(约200万左右)。

计划增发新股投资铜项目

锡业股份在8月初公告,公司计划向不超过10名特定对象非公开发行不超过1.55亿股,发行价格不低于前20个交易日股票交易均价的 90%，即不低于 27.95 元/股，发行完成后公司总股本最大增加 17.1%至 10.615 亿股，控股股东云锡集团的持股比例将由目前的50.51%最低降至43.14%。本次增发尚需股东大会审议通过，还需经云南省国资委批准和中国证监会核准。我们估计可能在明年初完成增发。

我们估计这次的募集资金将达到近43.3亿元，主要是用于10万吨铜项目以及收购母公司控股的卡房分矿的采矿权及相关采选资产。公司地处云南省个旧市，区内拥有特大型锡多金属矿床——个旧锡矿，其主要伴生矿种为铜矿。公司现有铜金属储量77.5万吨，若此次从母公司收购卡房分矿，将增加铜金属储量 12.02 万吨和三氧化钨金属量为 2.53 万吨，因此，公司铜冶炼项目具有较好的资源保障。另外，卡房分矿是采选一体化矿山企业，2010年采选生产规模70万吨，估计全年铜精矿(金属量)的产量在6,000吨左右，收购完成后，公司的自产铜矿产量可增加约30%左右。

图表 2. 募集资金投资项目

项目名称	投资总额 (亿元)	预计募集资金量 (亿元)	产能或储量
10 万吨铜项目	25.67	11.40	电铜 108,361 吨/年、粗银粉 34.45 吨/年、工业硫酸 443,367 吨/年
卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目	11.39	11.35	资源储量：铜矿金属量 120,281 吨，平均品位 1.65%；钨矿金属量 25,302 吨，平均品位 0.26%。2000 吨/日单铜选矿、3000 吨/日多金属选矿的采选能力 年均净利润为 7,268.72 万元
10 万吨铅项目、10 万吨铜项目配套土地使用权收购项目	1.75	1.70	
个旧矿区矿产资源勘查项目	8.39	8.35	预获 331+332+333 类资源量 82.85 万吨，其中锡 24.48 万吨、铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨 实施周期为 4 年
偿还银行贷款	8.00	8.00	
合计	**55.20**	**40.80**	

资料来源：公司公告

做强做精锡产业，并将业务扩展至铅和铜

公司的 7 万吨/年锡冶炼系统技改项目(冶炼分公司)、1 万吨/年锡冶炼技改工程(在下属子公司云湘矿冶)均已完工，公司的锡产能在 11 年初已扩大至 8 万吨/年。

另外，目前云湘矿冶正在建设 5,000 吨/年的锡材深加工项目，计划分两期开建，其中 2,000 吨/年的第一期项目将于 2011 年 6 月底建成。待该项目全部投产后公司在郴州地区将形成完整的锡产业链，公司锡材产能可达到 3 万吨/年。

公司计划继续做强做精锡产业，到 2015 年实现产品锡 10 万吨，锡材、锡化工深加工产品实物量 7 万吨，继续保持世界第一的地位，放大锡主业优势。

由于公司所在的个旧地区有色金属资源丰富，因此公司计划向锡以外的有色金属行业发展，形成以锡产业为主，铜、铅等多种产业共同发展的局面。公司在 2009 年 6 月成立了云南锡业铅有限责任公司，进行铅冶炼系统 10 万吨/年技改扩建，并于 2010 年 9 月投入试生产、2011 年 3 月正式投产。此外，公司 10 万吨铜冶炼项总承包方于 2010 年 3 月开工建设，估计在 2011 年下半年试生产。

资源储量具有较大的外延增长空间

截至 2010 年底，公司拥有锡、铜、铅等有色金属的保有资源储量约 151 万吨，其中锡 54.7 万吨(约占中国储量的 18%，世界储量的 6%)、铜 77.5 万吨、铅 14.2 万吨，并且通过探矿公司每年新增加的资源储量均大于生产消耗的资源量。

公司近年来持续对个旧矿区进行勘查找矿，取得良好效果。这次计划利用增发的募集资金对个旧矿区老厂矿田风流山锡铜多金属矿进行详查、对个旧矿区高松矿田高峰山矿段锡铜矿进行整体勘查、对个旧矿区卡房矿田大白岩锡铜多金属矿进行详查。该项目完成后，公司有望新增资源量 82.85 万吨，其中锡 24.48 万吨、铜 55.24 万吨和钨 3.13 万吨公司，则届时公司的锡资源储量达到近 80 万吨、铜金属储量有望达到近 145 万吨。

此外，个旧地区锡矿经过上百年采选形成了大量的尾矿，回收技术若能得到突破，按现有加工能力测算，已堆积的尾矿可继续供应公司生产约 20 年以上。

公司的矿产资源优势具有较大的持续性。个旧地区勘探潜力巨大，个旧锡矿历史悠久，已探明的各种有色金属资源储量 1,000 多万吨，其中锡资源储量约 200 多万吨，是目前全球已知大型的锡矿集聚区。个旧矿区有良好的成矿条件，目前地质勘探区域仅为个旧矿区的 15%，进一步找矿的前景广阔。

国内矿产资源整合是大势所趋，云锡控股(控股股东的母公司)目前已获得云南省内约 74%的锡资源，现已完成对个旧矿区、云南梁河锡矿、文山都龙锡资源的整合工作。目前云锡控股拥有各类资源储量 476.88 万吨，其中锡资源的储量为 101.3 万吨，这意味着公司未来的资源储量具备较大的外延增长空间。

计划未来实现原料自给率 50%以上

公司目前的原来自给率并不高，其中公司锡精矿近年来的自给率基本在 30%-40%左右；另外，公司的铅精矿生产主要集中于老厂矿区，自产铅精矿为硫化铅和氧化铅混合精矿，公司不具备处理硫化铅精矿的冶炼能力，只能出售自产铅精矿，购进氧化铅精矿来满足铅冶炼生产需要。公司计划“十二五”期间建成六大坑下生产基地和三大选矿基地，实现新增有色资源储量 200 万吨目标，采选规模达 1,000 万吨/年。公司希望在地方政府的支持下，快速推进个旧西区、红河州及滇西、滇东南地区锡、铅、铜资源拓展和原料生产基地建设；加强以湖南、新疆、内蒙等省区为重点的资源调研和开发工作；加大对东南亚、中亚、南美洲、澳大利亚等国家和地区的矿产资源、原料市场信息收集和研究，积极探索利用国外锡精矿、含锡物料的途径，促进资源保障水平大幅提升，最终实现原料自给率达 50%以上。

2011 年上半年盈利同比大幅增加 93%，3 季度盈利将翻番

公司公告，2011 年上半年实现净利润 3.54 亿元，同比大幅增加 93% (每股收益 0.3910 元)，盈利大幅增加主要是上半年公司锡产品销售单价比上年同期上升 36.69%。分季度看，2 季度净利润为 1.69 亿元，环比下降 8%，而 2 季度锡价环比上升了近 8%。我们估计这主要是因为公司所需锡原料有近 70%依靠外购，而锡原料价格上升幅度要超过了下游锡产品。此外，公司公告 1-3 季度净利润为 5.4-5.7 亿元，同比增长 95-106%。我们计算 3 季度公司的净利润为 1.86-2.16 亿元，同比大幅增加 100-132%，我们估计这主要也是由于自产矿产量增加。

图表 3. 季度利润及毛利率

	2008 年 1 季度	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度	2008 年 4 季度	2009 年 1 季度	2009 年 2 季度	2009 年 3 季度	2009 年 4 季度	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度
净利润(人民币百万)	167.3	195.2	136	(472)	(111.9)	70.59	129	47	72	112	93	90	185	169
毛利率(%)	15.4	15.7	13.9	(5.9)	3.6	14.5	15.7	10.6	12.9	12.8	14.4	13.0	17.3	15.2

资料来源：公司数据

上半年生产较为正常

公司在 2005 年起锡金属产量位居全球第一。截至 2011 年 6 月底，公司拥有年产 8 万吨锡、10 万吨铅、2.4 万吨锡化工产品、2.7 万吨锡材产品的生产能力。2011 年 1-6 月份，公司生产有色金属总量 70,142 吨，为年计划的 38.68%，同比增长 88.87%。其中，生产锡化工产品 8,058 吨，为年计划的 51.98%，同比减少 4.74%；生产锡材产品 9,185 吨，为年计划的 55.67 %，同比增长 2.08%。有色金属总量没有过半，我们估计是因为铅的生产线在今年 3 月才正式投产。

财务费用增长较快

2011 年上半年财务费用比上年同期增加 64.32%，主要原因是银行借款利率上调以及公司贷款规模同比大幅度增加，另外，销售货款中银行承兑汇票的比重上升、票据贴现率上调及公司贴现总量增加，导致贴现息、金融机构手续费同比增加。由于 10 万吨铅和 10 万吨铜项目建设支出增加，公司的净负债由年初的 53.5 亿元上升至 6 月末的 65.8 亿元，净负债率达到近 134.5%。

郴州矿山项目尚未产生较好效益

公司在郴州的屋场坪锡矿 1,500 吨/日采选工程在 2011 年上半年效益仍然不佳，主要原因是：(1)项目尚未达产，2009 年 8 月投产以来累积产能利用率为 50.9%，主要是项目前期对矿山地质环境缺乏充分认识，且遭遇不利自然气候，造成实际采选的矿石量未达计划目标；(2)矿石的综合品位变化系数较大，项目前期的矿石综合品位低于预计的矿山平均品位；(3)矿山上部的矿石风化程度较高，且机器设备对矿石存在适应过程，导致项目前期实际回收率低于预期。

4 季度锡价可能有所改善

今年 1 季度国外锡价涨幅骄人，不断刷新历史高点，并在 4 月初触及 33,600 美元/吨历史新高；但锡价在大幅上涨后，刺激了印尼私人开采的进行，供应得到增加，而消费在经历去年的强劲反弹后，今年增长明显放缓。这使得 2 季度锡价重回下跌通道，并且跌幅不断加大，至 6 月底，基本回吐 2011 年以来的涨幅。展望下半年，虽然印尼私人违规开采是否能得到有效遏制尚难确定，但总体看锡的供应并不充裕，另外从消费角度看，随着三季度末期的传统消费旺季到来，锡的下游消费将有望恢复增长，并提升锡价。

长期来看，锡作为稀有金属，资源储量有限，全球储采比仅为 18.2 年，而且生产厂商高度集中，加上主要锡生产国对锡矿资源的保护性开采政策，导致未来几年供给难以大幅增长。因此，我们对长期的锡价仍持乐观态度。

图表 4. 中国现货市场锡价格假设

	2011E	2012E	2013E
锡价假设 (人民币/吨)	197,930	207,026	210,523

资料来源：中银国际预测

荷兰银行索赔的仲裁正在审理中

荷兰银行新加坡分行于 2009 年 11 月 5 日向新加坡国际仲裁中心对公司提起仲裁，索赔金额为 2,320.97 万美元及其 7%消费税、1.39 万美元的含铅物料销毁补偿款或经鉴定的其他损失。目前仲裁事项正在审理中，公司公告成功辩护的机率高于 50%。

维持买入评级

锡业股份是全球最大的锡生产商，2010 年公司主要产品锡国内市场占有率为 41.59%，国际市场占有率达 16.75%。公司所在地以及郴州地区有丰富的锡以及其它金属资源，我们相信公司会充分利用自身的技术和规模优势进行扩张。由于 A 股有色金属公司估值下降，我们将目标价格由 47.10 元下调为 33.6 元，这是基于 32 倍 12 年市盈率，我们对该股维持***买入***评级。

图表 5. 2011 年上半年业绩摘要

(人民币，百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变化%
销售收入	**4,532**	**6,357**	**40**
销售成本	(3,932)	(5,289)	35
营业税	(18)	(33)	82
毛利润	**581**	**1,034**	**78**
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(64)	(89)	39
管理费用	(188)	(262)	39
资产减值损失	(2)	(0)	n/a
经营利润	**327**	**683**	**109**
财务费用	(116)	(190)	64
投资收入	(4)	(10)	178
其它非营业收入	15	2	(86)
税前利润	**223**	**485**	**117**
税金	(40)	(130)	228
少数股东权益	0	(0)	n/a
净利润	**184**	**354**	**93**
全面摊薄每股收益(元)	**0.208**	**0.391**	**88**
盈利能力 (%)			
毛利率	12.8	16.3	
经营利润率	7.2	10.7	
净利率	4.1	5.6	

资料来源：公司数据

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	**6,908**	**8,959**	**14,122**	**16,308**	**19,027**
销售成本	(6,086)	(7,741)	(11,891)	(13,846)	(16,412)
经营费用	(352)	(455)	(614)	(634)	(670)
息税折旧前利润	**471**	**763**	**1,618**	**1,828**	**1,945**
折旧及摊销	(149)	(173)	(201)	(240)	(292)
经营利润(息税前利润)	**322**	**590**	**1,417**	**1,588**	**1,653**
净利息收入/(费用)	(182)	(215)	(356)	(270)	(183)
其他收益/(损失)	19	42	(11)	(11)	(11)
税前利润	**158**	**416**	**1,050**	**1,307**	**1,459**
所得税	(27)	(50)	(158)	(196)	(219)
少数股东权益	3	1	2	3	3
净利润	**134**	**366**	**895**	**1,114**	**1,243**
核心净利润	**134**	**366**	**895**	**1,114**	**1,243**
每股收益(人民币)	0.184	0.411	0.987	1.049	1.171
核心每股收益(人民币)	0.184	0.411	0.987	1.049	1.171
每股股息(人民币)	0.118	0.141	0.348	0.370	0.413
收入增长(%)	(22)	30	58	15	17
息税前利润增长(%)	10	83	140	12	4
息税折旧前利润增长(%)	7	62	112	13	6
每股收益增长(%)	471	124	140	6	12
核心每股收益增长(%)	471	124	140	6	12

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	158	416	1,050	1,307	1,459
折旧与摊销	149	173	201	240	292
净利息费用	182	215	356	270	183
运营资本变动	121	(1,890)	(556)	(725)	(905)
税金	(158)	(128)	(21)	(235)	(241)
其他经营现金流	(8)	(5)	(5)	(5)	(5)
经营活动产生的现金流	**445**	**(1,220)**	**1,024**	**852**	**782**
购买固定资产净值	(877)	(1,476)	(999)	(999)	(199)
投资减少/增加	20	23	0	0	0
其他投资现金流	(15)	2	13	0	0
投资活动产生的现金流	**(873)**	**(1,451)**	**(986)**	**(999)**	**(199)**
净增权益	0	1,320	0	4,330	0
净增债务	526	1,672	456	(3,000)	0
支付股息	(13)	(65)	(99)	(268)	(334)
其他融资现金流	(156)	239	(403)	(265)	(178)
融资活动产生的现金流	**357**	**3,166**	**(46)**	**797**	**(512)**
现金变动	(71)	496	(7)	650	70
期初现金	339	268	764	757	1,407
公司自由现金流	(424)	(2,662)	47	(139)	591
权益自由现金流	(84)	(1,214)	134	(3,412)	405

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	268	764	757	1,407	1,478
应收帐款	704	740	812	938	1,094
库存	1,776	3,358	3,948	4,559	5,318
其他流动资产	236	759	879	1,022	1,210
流动资产总计	**2,985**	**5,622**	**6,395**	**7,926**	**9,100**
固定资产	3,883	5,187	5,987	6,747	6,655
无形资产	466	441	440	439	439
其他长期资产	68	81	0	0	0
长期资产总计	**4,416**	**5,709**	**6,427**	**7,186**	**7,094**
总资产	**7,402**	**11,331**	**12,822**	**15,112**	**16,194**
应付帐款	287	400	476	554	656
短期债务	2,535	4,624	5,080	2,080	2,080
其他流动负债	62	125	342	381	455
流动负债总计	**2,885**	**5,149**	**5,898**	**3,015**	**3,191**
长期借款	1,909	1,493	1,493	1,493	1,493
其他长期负债	38	51	0	0	0
股本	651	824	907	1,062	1,062
储备	1,916	3,814	4,527	9,548	10,456
股东权益	**2,567**	**4,638**	**5,434**	**10,609**	**11,518**
少数股东权益	2	(1)	(3)	(5)	(8)
总负债及权益	**7,402**	**11,331**	**12,822**	**15,112**	**16,194**
每股帐面价值(人民币)	3.95	5.63	5.99	9.99	10.85
每股有形资产(人民币)	3.23	5.09	5.51	9.58	10.44
每股净负债/(现金)(人民币)	6.42	6.50	6.42	2.04	1.97

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	6.8	8.5	11.5	11.2	10.2
息税前利润率	4.7	6.6	10.0	9.7	8.7
税前利润率	2.3	4.6	7.4	8.0	7.7
净利率	1.9	4.1	6.3	6.8	6.5
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	1.1	2.6	2.9
利息覆盖率	1.7	2.6	3.9	5.7	8.6
净权益负债率(%)	162.6	115.4	107.1	20.4	18.2
速动比率	0.4	0.4	0.4	1.1	1.2
估值(倍)					
市盈率	152.7	68.3	28.5	26.8	24.0
核心业务市盈率	152.7	68.3	28.5	26.8	24.0
目标价对应核心业务市盈率	182.5	81.7	34.0	32.0	28.7
市净率	7.1	5.0	4.7	2.8	2.6
价格/现金流	45.2	(18.7)	24.9	32.4	38.1
企业价值/息税折旧前利润	47.7	37.4	19.3	17.5	16.4
周转率					
存货周转天数	116.0	121.0	112.1	95.2	94.7
应收帐款周转天数	29.9	29.4	20.1	19.6	19.5
应付帐款周转天数	15.9	14.0	11.3	11.5	11.6
回报率(%)					
股息支付率	57.0	31.7	35.3	35.3	35.3
净资产收益率	5.4	10.2	17.8	13.9	11.2
资产收益率	3.7	5.5	10.0	9.7	9.0
已运用资本收益率	4.9	6.7	12.5	12.2	11.4

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