



股票代码	601600.SS	2600.HK
评级	<b>持有</b>	<b>持有</b>
收盘价	人民币 7.04	港币 4.06
目标价	人民币 7.12	港币 3.85
上/下浮比例	1%	-5%
目标价格基础	1.83倍12年市净0.80倍12年市净率	
板块评级	中立	中立

# 中国铝业

## 11年4季度亏损大于预期

中国铝业 2011 年业绩低于预期，净利润由去年的 7.78 亿人民币（每股收益：0.06 元）同比下滑了 69% 至 2.38 亿人民币（每股收益：0.02 元），也低于我们预测的 3.84 亿人民币，主要原因是原材料、电力和利息费用大幅上升。根据全年净利润推算，公司 4 季度亏损 7.28 亿人民币，大于我们预测的 5.84 亿人民币。我们重申，在未来铝价低迷、电力成本上升以及高利息费用影响盈利可见性等负面因素的影响下，中国铝业的业绩表现可能仍难有改观，因此该股并不具有吸引力。由于目前估值较低（远期市净率比过去五年中的平均水平低 1 个标准差），较弱的基本面可能已反映在股价中。尽管如此，鉴于 2011 年 4 季度亏损大于预期，我们认为短期股价疲软。

### 支撑评级的要点

- 生产成本和利息费用大幅上升导致税后净利润同比大幅下滑：正如我们在之前的盈利预览报告中预计的，中国铝业的盈利风险主要来自生产成本及利息费用高于预期。毛利率由上年的 6.3% 下降至了 5.9%。2011 年利息费用同比上升 33% 至 34 亿人民币，这主要是由于国内利率提高以及公司的贷款余额扩大。
- 资产负债表进一步恶化：截至 2011 年末，公司的未偿负债和净负债分别为 830 亿人民币和 710 亿人民币，权益负债率和净资产负债率分别为 160% 和 122%，较上年末的 135% 和 105% 进一步提高。我们预计，2012-14 年间，公司每年将产生 37-39 亿人民币的利息费用，相当于全年息税前利润的 55-66%。
- 公司预计今年 1 季度仍将录得亏损：根据公司发布的盈利预警，预计今年 1 季度仍将录得亏损。我们预计，各家券商将开始纷纷下调 2012 年盈利预测。
- 下调 2012-14 年盈利预测：我们将 2012、2013 和 2014 年盈利预测分别由 7.52 亿、10.2 亿和 10.28 亿人民币下调至 6.16 亿、8.28 亿和 9.1 亿人民币，理由主要是：1) 利息费用上升；2) 成本上升；以及 3) 少数股东权益应占利润增加。我们预计，2012-14 年间，中国铝业的净资产收益率仅有 1.2-1.7%。

### 评级面临的主要风险

- 上行风险：母公司资产注入；铝价上涨；以及并购活动。

### 估值

- 我们维持对中国铝业的**持有**评级，H 股和 A 股目标价分别为 3.85 港币和 7.12 元人民币，分别对应 0.80 倍和 1.83 倍市净率。我们认为短期股价仍将面临抛压，理由包括：1) 4 季度亏损大于预期；以及 2) 预计今年 1 季度仍将录得亏损。然而，鉴于目前估值较低（H 股和 A 股远期市净率分别只有 0.8 倍和 1.9 倍），我们认为，较弱的基本面已基本反映在股价中。

### 投资摘要—A 股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	120,995	145,875	146,153	152,112	157,973
变动 (%)	-	27	0	4	4
净利润(人民币 百万)	778	238	616	828	910
全面摊薄每股收益(人民币)	0.058	0.018	0.046	0.061	0.067
变动 (%)	-	NA	158.6	34.5	10.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.178	0.233	N/A
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.056	0.075	0.076
调整幅度 (%)	-	-	(18)	(18)	(11)
全面摊薄市盈率(倍)	122.4	399.8	154.6	115.0	104.6
每股现金流量(人民币)	0.53	0.19	0.91	0.82	0.87
价格/每股现金流量(倍)	13.4	36.9	7.8	8.6	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	19.7	14.8	13.6	12.9
每股股息(人民币)	0.011	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现—A 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12	(3)	3	(39)
相对新华富时 A50 指数	0	(4)	(6)	(25)

发行股数(百万)	13,524
流通股(%)	58
流通股市值(人民币 百万)	55,414
3个月日均交易额(人民币 百万)	81
净负债比率(%) (2012E)	121
主要股东(%)	
中国铝业公司	39

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以 2012 年 3 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产：有色金属

乐宇坤\*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120007

\*刘志杰为本报告重要贡献者

**股价表现—H股**


(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	18	(3)	19	(46)
相对恒生中国企业指数	5	(3)	3	(40)

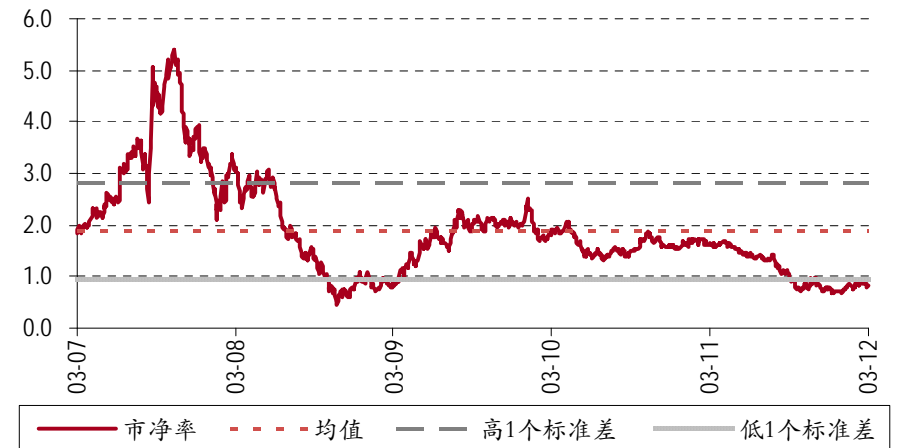
发行股数(百万)	13,524
流通股(%)	58
流通股市值(港币百万)	31,957
3个月日均交易额(港币百万)	103
净负债比率(%) (2012E)	121
主要股东(%)	
中国铝业公司	39

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究  
以2012年3月16日收市价为标准

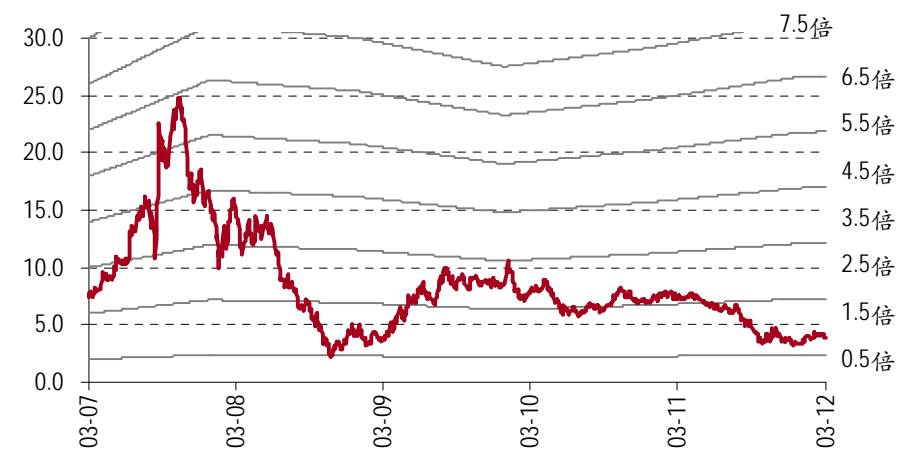
**投资摘要—H股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	120,995	145,875	146,153	152,112	157,973
变动(%)	-	21	0	4	4
净利润(人民币百万)	778	238	616	828	910
全面摊薄每股收益(人民币)	0.058	0.018	0.046	0.061	0.067
变动(%)	-	NA	158.6	34.5	10.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.097	0.167	N/A
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.056	0.075	0.076
调整幅度(%)	-	-	(18)	(18)	(11)
全面摊薄市盈率(倍)	57.5	187.8	72.6	54.0	49.1
每股现金流量(人民币)	0.53	0.19	0.91	0.82	0.87
价格/每股现金流量(倍)	6.3	17.3	3.6	4.0	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	13.9	10.4	9.6	9.2
每股股息(人民币)	0.011	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 市净率区间—中国铝业(H股)**


资料来源：彭博

**图表 2. 历史市净率—中国铝业(H股)**


资料来源：彭博

图表 3. 市净率区间 - 中国铝业(A股)



资料来源：彭博

图表 4. 历史市净率 - 中国铝业(A股)



资料来源：彭博

图表 5. 全球铝生产商对比

公司	代码	货币	收盘价	市值 (美元, 百万)	市盈率		企业价值/息 税折旧前利润		市净率		股息率		净资产	谷底市	谷底
					(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	收益率	盈率	市净		
					2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	(倍)	(倍)
Alcoa Inc	AA US	美元	10.54	11,237	14.42	20.51	6.67	7.75	0.79	0.81	1.13	1.22	5.42	5.19	0.36
Norsk Hydro	NHY NO	挪威克朗	33.00	11,915	17.69	22.06	5.31	7.07	0.83	0.82	2.41	2.24	8.67	5.23	0.47
National Aluminium Co	NACL IN	印度卢比	56.70	2,914	15.12	n.a	6.85	n.a	n.a	n.a	5.07	1.90	n.a	10.20	1.38
Hindalco Industries	HNDL IN	印度卢比	140.85	5,377	8.58	8.75	6.00	6.03	1.14	0.86	1.21	1.25	13.12	2.94	n.a
<b>平均- 国际</b>					<b>13.95</b>	<b>17.11</b>	<b>6.21</b>	<b>6.95</b>	<b>0.92</b>	<b>0.83</b>	<b>2.45</b>	<b>1.65</b>	<b>5.30</b>	<b>5.89</b>	<b>0.74</b>
中国铝业	2600 HK	港币	4.06	12,731	75.16	183.73	14.54	14.39	0.84	0.84	0.0	0.0	1.56	6.25	0.51
中国忠旺	1333 HK	港币	3.34	2,326	14.87	10.46	n.a	n.a	0.89	0.82	n.a	n.a	5.96	5.09	0.76
俄铝	486 HK	港币	5.65	11,058	5.73	6.87	8.88	10.82	0.85	0.75	-	-	13.39	5.21	0.70
中国宏桥	1378 HK	港币	5.74	4,351	4.56	4.03	3.21	2.76	1.40	1.02	2.44	5.09	43.86	2.92	n.a
<b>平均- 香港上市公司</b>					<b>25.08</b>	<b>51.27</b>	<b>8.87</b>	<b>9.32</b>	<b>1.00</b>	<b>0.86</b>	<b>0.90</b>	<b>1.82</b>	<b>16.19</b>	<b>4.87</b>	<b>0.70</b>
<b>全球平均</b>					<b>19.52</b>	<b>36.63</b>	<b>7.35</b>	<b>8.14</b>	<b>0.97</b>	<b>0.85</b>	<b>1.79</b>	<b>1.72</b>	<b>8.41</b>	<b>4.11</b>	<b>0.74</b>
<b>全球平均(不包括中国铝业)</b>					<b>11.57</b>	<b>12.11</b>	<b>6.15</b>	<b>6.89</b>	<b>0.99</b>	<b>0.85</b>	<b>2.04</b>	<b>1.95</b>	<b>15.07</b>	<b>5.25</b>	<b>0.79</b>

资料来源: 彭博、中银国际研究预测

股价为 2012 年 3 月 16 日收盘价

**损益表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	120,995	145,875	146,153	152,112	157,973
销售成本	(113,350)	(138,111)	(136,018)	(140,891)	(146,079)
经营费用	1,350	836	1,450	1,606	1,764
息税折旧前利润	2,911	3,049	5,691	6,597	7,091
折旧及摊销	(6,084)	(5,551)	(5,894)	6,230	6,567
经营利润(息税前利润)	8,995	8,600	11,585	12,827	13,658
净利息收入/(费用)	(2,495)	(3,294)	(3,666)	(3,714)	(3,765)
其他收益/(损失)	965	1,063	526	547	446
税前利润	1,380	818	2,551	3,430	3,772
所得税	(411)	(127)	(765)	(1,029)	(1,132)
少数股东权益	(191)	(453)	(1,170)	(1,573)	(1,730)
净利润	778	238	616	828	910
核心净利润	778	238	616	828	910
每股收益(人民币)	0.058	0.018	0.046	0.061	0.067
核心每股收益(人民币)	0.058	0.018	0.046	0.061	0.067
每股股息(人民币)	0.011	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	72	21	0	4	4
息税前利润增长(%)	72	5	87	16	7
息税折旧前利润增长(%)	72	(4)	35	11	6
每股收益增长(%)	72	(69)	159	34	10
核心每股收益增长(%)	72	(69)	159	34	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,380	818	2,551	3,430	3,772
折旧与摊销	6,084	5,551	5,894	6,230	6,567
净利息费用	2,495	3,294	3,666	3,714	3,765
运营资本变动	(2,359)	(4,887)	1,568	(731)	(763)
税金	(300)	(127)	(765)	(1,029)	(1,132)
其他经营现金流	(197)	(2,064)	(637)	(547)	(446)
经营活动产生的现金流	7,104	2,584	12,277	11,067	11,763
购买固定资产净值	(8,336)	(10,924)	(9,289)	(9,289)	(9,289)
投资减少/增加	(820)	0	0	0	0
其他投资现金流	891	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,265)	(10,924)	(9,289)	(9,289)	(9,289)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,640	13,263	1,228	1,321	1,453
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(2,897)	(3,314)	(3,666)	(3,714)	(3,765)
融资活动产生的现金流	2,743	9,949	(2,438)	(2,393)	(2,312)
现金变动	1,582	1,608	550	(615)	162
期初现金	7,401	8,983	10,592	11,142	10,527
公司自由现金流	(1,156)	(8,202)	3,081	1,881	2,589
权益自由现金流	1,498	1,628	550	(615)	162

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - A股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	9,496	11,645	12,195	11,580	11,742
应收帐款	3,270	5,632	4,459	4,641	4,820
库存	21,780	24,124	22,604	23,414	24,276
其他流动资产	6,779	8,569	8,569	8,569	8,569
流动资产总计	41,325	49,970	47,828	48,205	49,408
固定资产	90,779	93,775	97,020	99,500	101,653
无形资产	5,214	6,707	7,124	7,702	8,271
其他长期资产	4,004	6,682	7,207	7,755	8,201
长期资产总计	99,997	107,164	111,351	114,957	118,125
总资产	141,322	157,134	159,178	163,161	167,532
应付帐款	6,376	8,401	7,277	7,538	7,815
短期债务	41,720	46,738	47,432	48,179	49,000
其他流动负债	7,637	7,221	7,221	7,221	7,221
流动负债总计	55,734	62,360	61,930	62,937	64,036
长期借款	27,724	35,969	36,503	37,077	37,709
其他长期负债	678	651	651	651	651
股本	13,524	13,524	13,524	13,524	13,524
储备	38,056	38,302	39,071	39,899	40,810
股东权益	51,581	51,826	52,596	53,424	54,334
少数股东权益	5,606	6,329	7,499	9,072	10,802
总负债及权益	141,322	157,134	159,178	163,161	167,532
每股帐面价值(人民币)	3.81	3.83	3.89	3.95	4.02
每股有形资产(人民币)	3.43	3.34	3.36	3.38	3.41
每股净负债/(现金)(人民币)	4.47	5.33	5.38	5.53	5.62

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - A股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.4	5.9	7.9	8.4	8.6
息税前利润率(%)	2.4	2.1	3.9	4.3	4.5
税前利润率(%)	1.1	0.6	1.7	2.3	2.4
净利率(%)	0.6	0.2	0.4	0.5	0.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	1.1	0.9	1.5	1.7	1.8
净权益负债率(%)	105.7	124.0	121.1	119.6	116.7
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	122.4	399.8	154.6	115.0	104.6
核心业务市盈率(倍)	122.4	399.8	154.6	115.0	104.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	122.4	403.6	156.1	116.1	105.6
市净率(倍)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
价格/现金流(倍)	13.4	36.9	7.8	8.6	8.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.7	19.7	14.8	13.6	12.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	67.9	60.7	62.7	59.6	59.6
应收帐款周转天数	9.8	11.1	12.6	10.9	10.9
应付帐款周转天数	18.9	18.5	19.6	17.8	17.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	72	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.5	0.5	1.2	1.6	1.7
资产收益率(%)	1.5	1.7	2.5	2.9	3.0
已运用资本收益率(%)	2.4	2.4	4.1	4.6	4.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	120,995	145,875	146,153	152,112	157,973
销售成本	(113,350)	(138,111)	(136,018)	(140,891)	(146,079)
经营费用	1,350	836	1,450	1,606	1,764
息税折旧前利润	2,911	3,049	5,691	6,597	7,091
折旧及摊销	(6,084)	(5,551)	(5,894)	6,230	6,567
经营利润(息税前利润)	8,995	8,600	11,585	12,827	13,658
净利息收入/(费用)	(2,495)	(3,294)	(3,666)	(3,714)	(3,765)
其他收益/(损失)	965	1,063	526	547	446
税前利润	1,380	818	2,551	3,430	3,772
所得税	(411)	(127)	(765)	(1,029)	(1,132)
少数股东权益	(191)	(453)	(1,170)	(1,573)	(1,730)
净利润	778	238	616	828	910
核心净利润	778	238	616	828	910
每股收益(人民币)	0.058	0.018	0.046	0.061	0.067
核心每股收益(人民币)	0.058	0.018	0.046	0.061	0.067
每股股息(人民币)	0.011	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	72	21	0	4	4
息税前利润增长(%)	72	5	87	16	7
息税折旧前利润增长(%)	72	(4)	35	11	6
每股收益增长(%)	72	(69)	159	34	10
核心每股收益增长(%)	72	(69)	159	34	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,380	818	2,551	3,430	3,772
折旧与摊销	6,084	5,551	5,894	6,230	6,567
净利息费用	2,495	3,294	3,666	3,714	3,765
运营资本变动	(2,359)	(4,887)	1,568	(731)	(763)
税金	(300)	(127)	(765)	(1,029)	(1,132)
其他经营现金流	(197)	(2,064)	(637)	(547)	(446)
经营活动产生的现金流	7,104	2,584	12,277	11,067	11,763
购买固定资产净值	(8,336)	(10,924)	(9,289)	(9,289)	(9,289)
投资减少/增加	(820)	0	0	0	0
其他投资现金流	891	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(8,265)	(10,924)	(9,289)	(9,289)	(9,289)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	5,640	13,263	1,228	1,321	1,453
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(2,897)	(3,314)	(3,666)	(3,714)	(3,765)
融资活动产生的现金流	2,743	9,949	(2,438)	(2,393)	(2,312)
现金变动	1,582	1,608	550	(615)	162
期初现金	7,401	8,983	10,592	11,142	10,527
公司自由现金流	(1,156)	(8,202)	3,081	1,881	2,589
权益自由现金流	1,498	1,628	550	(615)	162

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 - H股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	9,496	11,645	12,195	11,580	11,742
应收帐款	3,270	5,632	4,459	4,641	4,820
库存	21,780	24,124	22,604	23,414	24,276
其他流动资产	6,779	8,569	8,569	8,569	8,569
流动资产总计	41,325	49,970	47,828	48,205	49,408
固定资产	90,779	93,775	97,020	99,500	101,653
无形资产	5,214	6,707	7,124	7,702	8,271
其他长期资产	4,004	6,682	7,207	7,755	8,201
长期资产总计	99,997	107,164	111,351	114,957	118,125
总资产	141,322	157,134	159,178	163,161	167,532
应付帐款	6,376	8,401	7,277	7,538	7,815
短期债务	41,720	46,738	47,432	48,179	49,000
其他流动负债	7,637	7,221	7,221	7,221	7,221
流动负债总计	55,734	62,360	61,930	62,937	64,036
长期借款	27,724	35,969	36,503	37,077	37,709
其他长期负债	678	651	651	651	651
股本	13,524	13,524	13,524	13,524	13,524
储备	38,056	38,302	39,071	39,899	40,810
股东权益	51,581	51,826	52,596	53,424	54,334
少数股东权益	5,606	6,329	7,499	9,072	10,802
总负债及权益	141,322	157,134	159,178	163,161	167,532
每股帐面价值(人民币)	3.81	3.83	3.89	3.95	4.02
每股有形资产(人民币)	3.43	3.34	3.36	3.38	3.41
每股净负债/(现金)(人民币)	4.47	5.33	5.38	5.53	5.62

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 - H股**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.4	5.9	7.9	8.4	8.6
息税前利润率(%)	2.4	2.1	3.9	4.3	4.5
税前利润率(%)	1.1	0.6	1.7	2.3	2.4
净利率(%)	0.6	0.2	0.4	0.5	0.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	1.1	0.9	1.5	1.7	1.8
净权益负债率(%)	105.7	124.0	121.1	119.6	116.7
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	122.4	187.8	72.6	54.0	49.1
核心业务市盈率(倍)	122.4	187.8	72.6	54.0	49.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	122.4	177.7	68.7	51.1	46.5
市净率(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
价格/现金流(倍)	6.3	17.3	3.6	4.0	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.1	13.9	10.4	9.6	9.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	67.9	60.7	62.7	59.6	59.6
应收帐款周转天数	9.8	11.1	12.6	10.9	10.9
应付帐款周转天数	18.9	18.5	19.6	17.8	17.7
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	72	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	1.5	0.5	1.2	1.6	1.7
资产收益率(%)	1.5	1.7	2.5	2.9	3.0
已运用资本收益率(%)	2.4	2.4	4.1	4.6	4.8

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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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(“上市法团”)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