证券研究报告 - 调整目标价格

2012年4月12日

# 买入

# 19% 🛊

目标价格: 人民币 26.00

000960.SZ 原目标价格: 人民币 22.70

价格: 人民币 21.79

目标价格基础: 4.5 倍 11 年市净率

### 板块评级: 增持

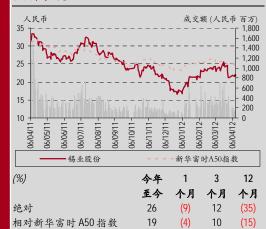
## 本报告要点

- 下调 12 年锡价假设
- 下调盈利预测,但上调目标价格

# 主要催化剂/事件

- 锡价上升
- 收购新的矿山

# 股价表现



发行股数(百万)	906.5
流通股 (%)	100
流通股市值(人民币百万)	12,511
3个月日均交易额(人民币百万)	279
净负债比率 (%) (2012E)	55
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 以2012年4月11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

# 锡业股份

# 未来锡资源扩张潜力较大

锡业股份公告 2011 年净利润同比上升 92%至 7.03 亿元,盈利大幅增加主要是 11 年国内现货市场锡价比上年同期上升近 30%以及销量增加。公司之前公告了 12 年 1 季度的盈利为 3,700-4,500 万元,比上年同期下降了 75-80%,较 11 年 4 季度下跌了 72-77%,公司解释这主要是受欧债危机、国内 1 季度实际工作日减少及国内外市场有色金属价格和需求下降影响。由于今年国内锡价的疲软表现,我们将 2012 年国内锡价假设下调了 2.7%,同时由于公司公告的 12 年 1 季度盈利预测低于我们预期,以及公司增发新股可能晚于我们预期,因此我们将 2012-13 年全面摊薄的每股收益预测分别下调了 17%和 13%。锡业股份是全球最大的锡生产商,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。虽然盈利预测下调,但由于年初以来 A 股有色金属公司估值上升,我们将目标价格由 22.70 元上调为 26.00 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。
- 公司锡、铅、铜的产能上升。
- 公司未来锡资源增长潜力较大。

#### 主要风险

- 印尼未能有效限制出口。
- 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

虽然盈利预测下调,但由于年初以来A股有色金属公司估值上升,我们将目标价格由22.70元上调为26.00元,这是基于约4.5倍11年市净率,我们对该股维持买入评级。

# 投资摘要

年结日: 12月 31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币百万)	8,959	12,570	14,800	17,611	18,757
变动(%)	30	40	18	19	7
净利润(人民币 百万)	366	703	576	660	684
全面摊薄每股收益(人民币)	0.411	0.776	0.627	0.622	0.645
变动 (%)	123.5	88.5	(19.2)	(0.8)	3.7
市场预期每股收益(人民币)		0.818	1.008	1.181	1.170
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.76	0.72	
变动 (%)	-	-	(17.3)	(13.1)	
核心每股收益(人民币)	0.411	0.776	0.627	0.622	0.645
变动 (%)	123.5	88.5	(19.2)	(0.8)	3.7
全面摊薄市盈率(倍)	53.0	28.1	34.8	35.0	33.8
核心市盈率(倍)	53.0	28.1	34.8	35.0	33.8
每股现金流量(人民币)	(1.50)	(0.71)	0.31	0.14	0.75
价格/每股现金流量(倍)	(14.5)	(30.9)	71.0	151.4	29.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.6	19.7	21.0	20.6	20.3
每股股息(人民币)	0.141	0.153	0.128	0.146	0.152
股息率 (%)	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7

注:假设2012年4季度完成增发

资料来源:公司数据及中银国际研究预测



# 2011年盈利同比大涨92%,但12年1季度盈利大幅下降

锡业股份公告 2011 年净利润同比上升 92%至 7.03 亿元 (每股收益 0.776 元), 这处于公司在 11 年 3 季报时所做盈利预测区间的高端,并比我们的预测高近 10% 盈利大幅增加主要是 11 年国内现货市场锡价比上年同期上升近 30%以及销量增加。盈利高于我们预期主要是 11 年 4 季度公司可能由于所得税返回等原因使得盈利超出预期。公司公告每 10 股派发现金股利 1.30 元。

从季度业绩来看,11年4季度净利润为1.61亿人民币(每股收益0.178元),同比上涨79%,但环比下滑14%。环比下滑主要是由于国内锡价4季度下降了近11.7%。

此外,公司在之前公告了12年1季度的盈利为3,700-4,500万元,比上年同期下降了75-80%,较11年4季度下跌了72-77%,即使除去4季度所得税的影响,我们估计1季度盈利仍环比下降了64-71%。由于1季度国内锡价环比持平,因此盈利大幅下降有些出乎我们意料,公司解释这主要是受欧债危机、国内一季度实际工作日减少及国内外市场有色金属价格和需求下降影响,导致公司产品销售价格下降和销售数量减少。

# 图表 1.季度利润及毛利率

	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	•	10 年 2 季度	•	10 年 4 季度	•	11 年 2 季度	11 年 3 季度	11 年 4 季度
净利润(人民币, 百万)	(111.9)	70.59	129	47	72	112	93	90	185	169	188	161
毛利率(%)	3.6	14.5	15.7	10.6	12.9	12.8	14.4	13.0	17.3	15.2	14.5	16.2

资料来源: 公司数据

# 2012 金属产量将大幅增长

2011年公司完成有色金属总产量 142,824吨,同比增长 60.93%。其中完成锡化工产品 14,160吨,同比减少 7.46%;完成锡材产品 18,049吨,同比增长 6.53%。公司计划 2012年有色金属总产量 22万吨,这较 2011年实际产量增加了 54%,其中锡产品产量 68,000吨,铅产品产量 92,000吨,铜产品产量 60,000吨,因此铅和铜产量增长是 12年总产量大幅增加的主要原因。

# 锡下游深加工业务 11 年利润贡献占比仍不高

公司力争在"十一五"期间成为世界一流的锡材加工中心和锡化工中心,2011年公司的锡深加工业务利润贡献继续增长,但在公司总利润中的占比仍不高。其中锡材公司11年实现净利润2,432万元,同比上升43%;锡化学品公司11年实现利润650万元,同比上升188%;但微电子材料有限公司(生产集成电路球状数组构装高精度锡球相关的产品)11年亏损了691万元,亏损额继续扩大,公司解释主要原因仍是产能尚未得到释放,规模化效应未得到发挥。由此可见,深加工产品的市场开拓和推广并不容易,需要花费更多时间和较大成本。



# 郴州矿山项目效益明显好转

屋场坪锡矿 1,500 吨/日采选工程 2011 年尚未达到预计效益,主要原因是: (1)项目尚未达产,项目 2009 年 8 月投产以来累积产能利用率为 49.97%,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)矿石的综合金属品位变化大,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,导致项目前期实际回收率低于预期目标。但同时,我们也注意到,11年上半年该项目仅实现利润 858.9万元,但根据公司网站报道,11年 6 月 25 日,历经两年的屋场坪采选工程终于实现了达产达标的目标,因此,在下半年锡价下跌的情况下,该项目实现了净利润 1,406.7万元,全年累计实现净利润 2,265.6万元,效益明显改善。我们估计目前该项目的产能利用率可能达到了 60%以上,未来有望进一步提高。

# 铅业务11年投产后出现亏损

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09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,可年产电铅10万吨、硫酸10万吨、白银160吨,综合回收铜、锌等有价金属1万吨。

但我们也注意到,公司的铅业务在2011年的毛利润为-8,000万元(包括白银副产品的贡献),再加上资产减值损失,该业务出现较大亏损,这主要是由于:

- (1) 2011 年下半年国内外铅、银等有色金属价格呈大幅下降趋势,采购的铅精矿原料反映前期较高的价格,完成生产后产品销售已下跌,无法弥补产品成本;铅冶炼行业市场竞争激烈,铅锭价格与铅精矿价格呈收窄趋势,原预期包含合理利润的各种有价金属加工费下降,导致生产成本与市场价格倒挂;由于市价下跌,期末存货按谨慎性原则计提的存货跌价准备金额较大;
- (2) 铅冶炼系统尚处于投产初期,由于生产系统、工艺、设备、流程持续磨合、调适,在一定程度上影响了项目效益的充分发挥;由于实际采购原料与该项目原工艺方案相比有所变化,含锌、锑等较高的铅精矿处理后结存的含多种有价金属的烟尘等物料,原工艺设备尚不能适当处理,主产品的亏损未能通过高附加值的副产品弥补,需对生产工艺、设备做改造、优化才能进一步综合回收利用伴生的有价金属,充分发挥项目效益,该项工作在2011年度尚未完成。

#### 将继续做强做精锡产业

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/年的第一期项目于 2011 年 6 月底建成。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。



# 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。2011年9月29日,公司将非公开发行股票的相关申请材料报送至中国证监会;2011年10月10日,公司收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》,中国证监会决定对该行政许可申请予以受理。由于目前股价已低于公司计划的增发价格,我们估计在短期内公司还无法完成增发。

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。

公司正在建设的 10 万吨铜冶炼项于 2010 年 3 月开工建设, 估计在 2012 年可建成投产, 达产后每年可产电解铜 10 万吨、硫酸 44 万吨、金 1 吨、银 65 吨。

# 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。



# 财务费用增长较快、债务负担加重

2011年度,公司财务费用同比增加 1.66亿元,上升 79.25%,这主要是由于银行借款利率、票据贴现率上调以及公司借款规模同比大幅度增加。 但我们注意到 11年4季度财务费用环比大幅下降 47%,仅为 6,400 万元,我们估计这可能由于4季度公司销售额下降使得票据贴现息下降。

此外由于 10 万吨铅和 10 万吨铜项目建设支出增加,公司的净负债由 11 年初年初的 53.5 亿元大幅上升至年末的 88.4 亿元,净负债率也由年初的 115%大幅上升至年末的 168%,债务负担大大加重。

# 锡矿石资源税上调

根据《财政部、国家税务总局关于调整锡矿石等资源税适用税率标准的通知》(财税[2012]2号),自 2012年2月1日起上调锡矿、钼矿等等税率,其中锡矿石资源税适用税率标准调整为:一等矿山每吨20元;二等矿山每吨18元;三等矿山每吨16吨;四等矿山每吨14元;五等矿山每吨12元。而之前资源税目表中锡矿石资源税从一等到五等矿山的税率分别为每吨1元、0.9元、0.8元、0.7元和0.6元。

公司公告这次锡矿石资源税的上调将导致公司 2012 年矿山生产成本新增约 5,000 万元左右。同时,锡矿石资源税政策调整可能对公司锡原料采购成本造成一定的影响。

# 荷兰银行索赔已预提了损失

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。根据新加坡国际仲裁中心 2012 年 2 月 13 日的临时裁决,公司预计损失 4,529.86 万元并计入营业外支出,同时确认为预计负债。

# 下调12年锡价假设

今年1月份国际锡价出现强劲上扬,但2月8日以后出现逐级回落。相比强劲的国际锡价,国内市场的锡价却较为疲软,虽然今年前2个月中国锡产量同比减少,但需求疲弱严重抑制了国内锡价上行。由于今年国内锡价的疲软表现,我们将2012国内锡价假设下调了2.7%。

图表 2.中国现货市场锡价格假设

(人民币/吨)	2012E	2013E	2014E
原假设	184,298	176,673	n/a
最新假设	179,253	177,187	178,013
调整幅度(%)	(2.7)	0	n/a

资料来源:中银国际研究预测

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。



# 下调盈利预测

由于公司公告的 12年 1 季度盈利预测低于我们预期,同时我们也下调了锡价假设,此外,由于公司增发新股可能晚于我们预期,因此我们将 2012-13 年全面摊薄的每股收益预测分别下调了 17%和 13%。

# 维持买入评级

锡业股份是全球最大的锡生产商,至 2011 年末,已形成年产 8 万吨锡、10 万吨铝、2.4 万吨锡化工产品和 2.9 万吨锡材产品的生产能力。

2010年公司锡产品国内市场占有率为 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。虽然盈利预测下调, 但由于年初以来 A股有色金属公司估值上升, 我们将目标价格由 22.70 元上调为 26.00 元, 这是基于约 4.5 倍 11 年市净率, 我们对该股维持**买入**评级。

图表 3.业绩摘要

(人民币,百万)	10 年	11 年	同比变化(%)
销售收入	9,267	12,842	39
销售成本	(7,982)	(10,767)	35
营业税	(56)	(51)	(9)
毛利润	1,228	2,024	65
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(136)	(166)	23
管理费用	(445)	(524)	18
资产减值损失	(58)	(124)	113
经营利润	590	1,209	105
财务费用	(210)	(376)	79
投资收入	(8)	7	n/a
其它非营业收入	44	(35)	n/a
税前利润	416	805	94
税金	(50)	(102)	102
少数股东权益	1	(0)	n/a
净利润	366	703	92
全面摊薄每股收益(元)	0.404	0.776	92
盈利能力 (%)			
毛利率	14.4	14.5	
经营利润率	8.4	9.0	
净利率	3.9	5.0	

资料来源: 公司数据



# 损益表 (人民币 百万)

#### 年结日: 12月31日 2012E 2013E 2014E 2010 2011 销售收入 8,959 12,570 14,800 17,611 18,757 销售成本 (7,741) (10,556) (12,969) (15,692) (16,839) 经营费用 (455)(558)(466)(503)(493)息税折旧前利润 763 1,456 1,366 1,417 1,425 折旧及摊销 (173)(247)(301)(350)(394)1,209 经营利润 (息税前利润) 1,065 1,067 1,031 590 净利息收入/(费用) (215)(398)(423)(328)(263)其他收益/(损失) 42 (6) 24 24 24 805 763 791 税前利润 416 666 (90)(103)(107)所得税 (50)(102)少数股东权益 1 0 0 0 0 净利润 366 703 660 684 576 核心净利润 703 684 366 576 660 每股收益(人民币) 0.411 0.776 0.627 0.622 0.645 核心每股收益(人民币) 0.411 0.776 0.627 0.622 0.645 0.141 0.153 0.128 0.146 0.152 每股股息(人民币) 19 收入增长(%) 30 40 18 7 0 (3)息税前利润增长(%) 83 105 (12)息税折旧前利润增长(%) 62 91 (6) 4 每股收益增长(%) 124 89 (19)(1) 4

124

89

(19)

(1)

# 现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	416	805	666	763	791
折旧与摊销	173	247	301	350	394
净利息费用	215	398	423	328	263
运营资本变动	(1,890)	(1,844)	(1,026)	(1,131)	(528)
税金	(128)	(224)	(51)	(146)	(119)
其他经营现金流	(5)	(22)	(11)	(11)	(10)
经营活动产生的现金流	(1,220)	(639)	302	153	791
购买固定资产净值	(1,476)	(2,546)	(800)	(200)	(100)
投资减少/增加	23	48	10	10	10
其他投资现金流	2	11	3	0	0
投资活动产生的现金流	(1,451)	(2,487)	(787)	(190)	(90)
净增权益	1,320	0	4,330	0	0
净增债务	1,672	4,100	(266)	(3,000)	0
支付股息	(65)	(99)	(118)	(115)	(132)
其他融资现金流	239	(265)	(434)	(328)	(252)
融资活动产生的现金流	3,166	3,736	3,513	(3,443)	(384)
现金变动	496	610	3,028	(3,480)	317
期初现金	268	764	1,375	4,402	923
公司自由现金流	(2,662)	(3,099)	(476)	(28)	710
权益自由现金流	(1,214)	632	(1,184)	(3,365)	449

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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)

核心每股收益增长(%)

	-				
年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	764	1,375	4,402	923	1,238
应收帐款	740	1,196	1,408	1,676	1,785
库存	3,358	5,266	6,074	6,944	7,396
其他流动资产	759	741	889	1,074	1,152
流动资产总计	5,622	8,578	12,774	10,616	11,571
固定资产	5,187	7,423	7,938	7,803	7,524
无形资产	441	456	430	404	379
其他长期资产	81	88	86	86	86
长期资产总计	5,709	7,967	8,453	8,293	7,988
总资产	11,331	16,545	21,227	18,909	19,559
应付帐款	400	891	1,009	1,133	1,215
短期债务	4,624	8,254	7,988	4,988	4,988
其他流动负债	125	69	110	123	138
流动负债总计	5,149	9,213	9,107	6,243	6,341
长期借款	1,493	1,963	1,963	1,963	1,963
其他长期负债	51	110	110	110	110
股本	824	907	1,062	1,062	1,062
储备	3,814	4,330	8,963	9,508	10,060
股东权益	4,638	5,236	10,025	10,569	11,122
少数股东权益	(1)	23	23	23	23
总负债及权益	11,331	16,545	21,227	18,909	19,559
每股帐面价值(人民币)	5.63	5.78	9.44	9.96	10.48
每股有形资产(人民币)	5.09	5.27	9.04	9.58	10.12
每股净负债/(现金)(人民币)	6.50	9.75	5.23	5.68	5.38

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	8.5	11.6	9.2	8.0	7.6
息税前利润率(%)	6.6	9.6	7.2	6.1	5.5
税前利润率(%)	4.6	6.4	4.5	4.3	4.2
净利率(%)	4.1	5.6	3.9	3.7	3.6
流动性					
流动比率(倍)	1.1	0.9	1.4	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	2.6	2.8	2.5	3.2	3.8
净权益负债率(%)	115.4	168.1	55.2	56.9	51.3
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.7	0.6	0.7
估值					
市盈率(倍)	53.0	28.1	34.8	35.0	33.8
心业务市盈率(倍)	53.0	28.1	34.8	35.0	33.8
目标价对应核心业务市	63.2	33.5	41.5	41.8	40.3
盈率 (倍)					
市净率(倍)	3.9	3.8	2.3	2.2	2.1
价格/现金流 (倍)	(14.5)	(30.9)	71.0	151.4	29.2
企业价值/息税折旧前利	30.6	19.7	21.0	20.6	20.3
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	121.0	149.1	139.8	134.9	139.5
应收帐款周转天数	29.4	28.1	32.1	32.0	33.7
应付帐款周转天数	14.0	18.7	23.4	22.2	22.8
回报率					
股息支付率(%)	31.7	19.7	23.5	23.5	23.5
净资产收益率(%)	10.2	14.2	7.6	6.4	6.3
资产收益率(%)	5.5	7.6	4.9	4.6	4.6
已运用资本收益率(%)	6.7	9.4	6.1	5.7	5.8

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準则》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,豁免批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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用,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,亦并未考慮到任何特別的 投資目的、財務狀况、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、財務狀况及其特 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,其可行性將取决于投資者的自身情况及目標。投資者須在采取或執行該投 資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提 及的任何証券(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