



买入

10% ↑

目标价格: 人民币 23.10

600141.SS

价格: 人民币 20.93

目标价格基础: 21 倍 13 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|---------------|------|-----|-----|------|
| 绝对 | 27 | (3) | (8) | (11) |
| 相对新华富时 A50 指数 | 24 | 0 | 3 | 1 |

| | |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 365 |
| 流通股(%) | 98.4 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 7,517 |
| 3 个月日均交易额(人民币 百万) | 210 |
| 净负债比率(%) (2012E) | 156 |
| 主要股东(%) | |
| 兴发集团 | 21 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 7 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

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

兴发集团

上半年业绩符合预期, 未来两年业绩增长明确

兴发集团 2012 年上半年实现净利增长 41%, 基本符合我们预期。我们维持公司未来两年业绩将保持较高增长的预期, 主要是因为: 由于磷矿石资源稀缺性、行业整合以及下游磷肥需求稳中有升, 我们预计磷矿石价格将处于稳中上升阶段, 而公司在“十二五”期间磷矿石产销量将较目前翻番至 500 万吨以上, 其磷矿石贡献利润未来几年将快速提升, 抵消其他业务回报率下降风险, 我们仍然看好公司中长期发展。维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2012 上半年兴发实现主营收入 46.95 亿元, 净利 1.59 亿元, 同比分别增长 43% 和 41%, 基本符合我们预期。公司盈利增长主要贡献来自于磷矿石的量升价涨。
- 公司新建的化工装置进展顺利, 其中 60 万吨磷酸二铵、120 万吨磷矿石选矿项目都将在下半年陆续投产贡献利润。
- 综合考虑磷矿石均价较 2011 年提升 30%, 量持平或小幅提升, 但新建磷酸二铵投产将贡献 20-30 万吨增量, 以及贸易业务规模的持续提升, 我们预计公司 2012 年收入和净利较 2011 年将分别增长 36% 至 89 亿元, 39% 至 3.22 亿元。2013 年依赖于磷矿石销量的持续提升和磷酸二铵完全量产, 我们预计其收入和净利的增速分别可达到 18% 和 45%。

评级面临的主要风险

- 负债率过高制约其未来发展。
- 公司未来新建项目较多, 如果盈利状况不佳, 将拖累其整体利润回报率。

估值

- 预计兴发集团增发完成后 2012-2013 年每股收益将摊薄 19%, 即 0.74 元和 1.08 元, 目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 28.3 倍和 2013 年 19.5 倍, 考虑其未来两年业绩增长明确, 估值仍有提升空间。我们维持其买入评级和 23.10 元目标价不变。

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) | 4,678 | 6,569 | 8,910 | 10,516 | 12,703 |
| 变动(%) | 54 | 40 | 36 | 18 | 21 |
| 净利润(人民币 百万) | 183 | 232 | 322 | 466 | 573 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.501 | 0.636 | 0.881 | 1.276 | 1.568 |
| 变动(%) | 9.2 | 26.8 | 38.5 | 44.9 | 22.9 |
| 先前预测每股收益(人民币) | | | 0.936 | 1.341 | 1.642 |
| 调整幅度(%) | - | - | (5.9) | (4.9) | |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 41.7 | 32.9 | 23.8 | 16.4 | 13.3 |
| 每股现金流量(人民币) | 1.34 | 2.87 | 2.84 | 3.60 | 4.06 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 15.6 | 7.3 | 7.4 | 5.8 | 5.2 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 19.7 | 16.4 | 12.3 | 10.3 | 9.1 |
| 每股股息(人民币) | 0.005 | 0.005 | 0.022 | 0.033 | 0.033 |
| 股息率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

估值

兴发集团增发预案已经公司股东大会审议通过，正在报证监会批准。如果顺利，我们预计在今年年内可完成发行。按照我们测算 2012-2013 年其每股盈利分别为 0.88 元和 1.28 元，预计增发完成后每股收益将摊薄 19%，即 0.74 元和 1.08 元，目前股价分别相当于摊薄后 2012 年 28.3 倍和 2013 年 19.5 倍。考虑磷矿石资源稀缺性、行业整合以及下游磷肥需求逐渐增加，我们预计磷矿石价格将处于稳中上升阶段，我们仍然看好公司中长期发展。我们维持其**买入**评级和 23.10 元目标价不变。

2012 年上半年公司净利同比增长 40.5%，基本符合预期

兴发集团 2012 上半年实现主营收入 46.95 亿元，净利润 1.59 亿元，同比分别增长 43%和 40.5%，基本符合我们预期。分产品看，磷矿石无疑是最大利润贡献者，得益于其量升价涨，报告期内磷矿石实现销售收入 3.98 亿元，同比上升 35.6%，根据行业网站统计，公司期间内销售磷矿石约 110 万吨，同比增长 10%，实现磷矿石税后价格 362 元/吨，同比增长 23%左右。由于其价格增加幅度大于成本提升，磷矿石毛利率同比增长了 6.6 个百分点至 77%，其主营利润同比增长了 48%至 3.06 亿元，占到公司总体主营利润 54%。公司另一主要产品-磷酸盐总体利润也呈现小幅状态，报告期内主营收入和利润分别达到 8.22 亿元和 1.37 亿元，同比分别增长 19.5%和 20%，其主营利润占到公司总体利润的 24%。另外，公司的贸易业务仍呈现快速增长，报告期内收入同比增加 62%至 30.5 亿元，其主营利润贡献达到 9,200 万元，占公司总体利润 16%。

图表 1.2012 上半年业绩摘要

| (人民币, 百万) | 11 年上半年 | 12 年上半年 | 同比变动(%) |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 营业额 | 3,273 | 4,695 | 43 |
| 销售税金 | (41) | (43) | 4 |
| 净销售额 | 3,232 | 4,652 | 44 |
| 销售成本 | (2,872) | (4,096) | 43 |
| 毛利润 | 360 | 556 | 54 |
| 销售费用 | (52) | (64) | 23 |
| 管理费用 | (62) | (106) | 71 |
| 经营利润 | 246 | 387 | 57 |
| 投资收益 | 2 | 3 | |
| 财务费用 | (86) | (157) | 83 |
| 资产减值 | (18) | (36) | 100 |
| 其它 | 6 | (5) | |
| 税前利润 | 151 | 192 | 27 |
| 所得税 | (36) | (42) | 18 |
| 少数股东权益 | (2) | 10 | |
| 净利润 | 113 | 159 | 41 |
| 主要比率 (%) | | | |
| 毛利率 | 11.0 | 11.8 | |
| 经营利润率 | 7.5 | 8.2 | |
| 净利率 | 3.5 | 3.4 | |

资料来源：公司数据

得益于磷矿石和贸易业务利润率的提升，2012 上半年公司总体毛利率提升了 0.8 个百分点至 11.8%，带动其主营利润同比增长 54%至 5.56 亿元。由于公司研发投入增加和业务规模扩大，导致其管理费用同比增加了 71%至 1.06 亿元。另外，由于公司的负债率较高，报告期内银行长短期借款共增加了 16.8 亿元，导致其财务费用同比增长 83%至 1.57 亿元，拖累其税前利润增幅仅为 27%至 1.92 亿元。但由于其实际税率的降低和少数股东权益的增加，最终拉动其净利润同比增长达到 40.5%。

新建项目进展顺利

2012 年主要新建项目：60 万吨磷酸二铵、树空坪 120 万吨选矿和 6 万吨有机硅等化工项目均在顺利实施。其中 120 万吨选矿项目已经完成投料试车，60 万吨磷酸二铵目前已经在试车，公司预计在 8 月份可投料生产，我们预计顺利的话今年可贡献 20 万吨产量。而 6 万吨有机硅项目由于有机硅行业仍处于低迷状态，我们预计今年会有一定幅度的亏损。

公告投资新建二甲基亚砷和食品级磷酸盐项目

另外，兴发集团同时公告了将在新疆兴发（阿克苏地区）新建 5 万吨/年二甲基亚砷项目一期工程 and 襄阳兴发投资新建 10 万吨/年食品级磷酸盐配套 5 万吨黄磷项目一期工程等议案。

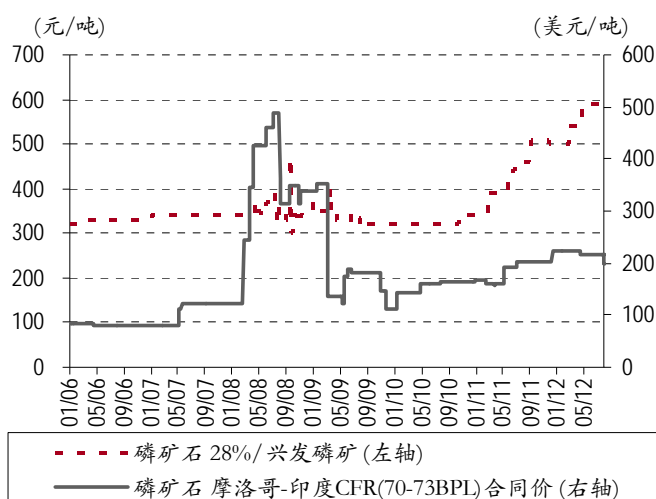
其中二甲基亚砷是一种优良的溶剂和医药原料，该项目将利用新疆当地丰富的天然气、硫磺及甲醇资源，依托公司成熟的生产技术、市场渠道及先进管理经验生产二甲基亚砷（公司在重庆已有 2 万吨二甲基亚砷生产装置）。公司计划一期工程总投资 2.03 亿元，项目投产后可实现年平均销售收入 1.83 亿元，年平均税后净利润 1,798 万元，投资回收期 7.2 年。项目资金由新疆兴发自筹。如果进展顺利，我们预计该项目可在 2014 年为公司贡献利润。另外，襄阳新建 10 万吨食品级磷酸盐可充分利用当地白竹磷矿的磷矿石，公司计划一期建设 3 万吨/年钠盐 3 万吨/年钾盐配套 5 万吨/年热法食品磷酸以及 2.5 万吨/年黄磷装置。其建设总投资 4.5 亿元，公司预期建成后年可实现年销售收入 5.5 亿元，净利润 2,326 万元，投资回收期为 9.9 年。项目资金由襄阳兴发自筹。我们预计该项目有望在 2013 年投产运行，形成新的利润增长点。

磷矿石和磷肥增量将拉动公司 2012-2013 年业绩持续提升

2012 年公司利润增长来自于磷矿石景气度持续提升和磷酸二铵投产。

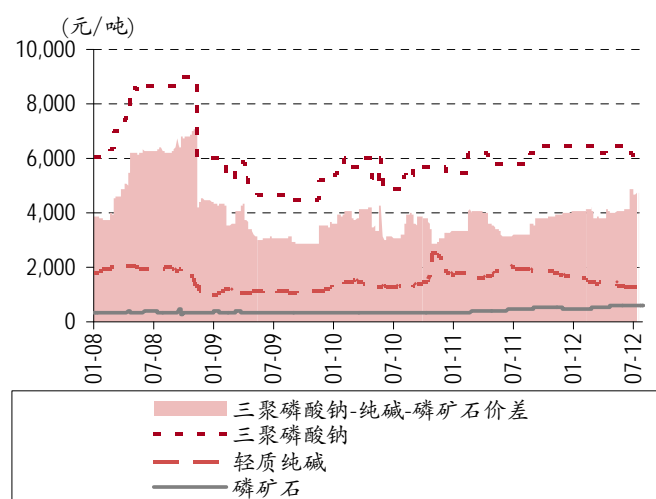
目前磷矿石行业较为平稳，经过前期平淡的需求季节，下游磷肥市场也将迎来秋季备肥期，刚性需求也将对磷矿石有所带动。兴发集团 28%磷矿石出厂价稳定在 570 元/吨已有 4 个月时间。我们预计后市磷矿石整体供应，特别是高品位产品供应依然偏紧，中长期看磷矿石价格仍然呈现稳中走高的趋势。

图表 2. 磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 3. 磷化工产品及其价差图



资料来源：百川资讯及中银国际研究

2011 年兴发集团实现产量在 260 万吨，外卖量 180 万吨左右，我们预计 2012 年磷矿石产量将达到 300 万吨，由于其新建 60 万吨磷酸二铵装置的投产，将内部消化磷矿石在 40-50 万吨，考虑增加 40 万吨产量，预计外卖量将持平在 180-200 万吨之间。

综合考虑磷矿石均价较 2011 年提升 30%，量持平或小幅提升，但新建磷酸二铵投产将贡献 20-30 万吨增量，以及贸易业务规模的持续提升，我们预计公司 2012 年收入和净利较 2011 年将分别增长 36%与 38%至 89 亿元与 3.2 亿元，其盈利增长依然强劲。

2013 年利润增长则主要来自于磷矿石产销量预计进一步增加至 350 万吨，而 60 万吨磷酸二铵预计可以完全达产，我们预计公司净利仍有望保持 45%的增长至 4.66 亿元，每股盈利 1.28 元。

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 销售收入 | 4,678 | 6,569 | 8,910 | 10,516 | 12,703 |
| 销售成本 | (3,965) | (5,660) | (7,703) | (9,031) | (10,982) |
| 经营费用 | (144) | (171) | (172) | (237) | (331) |
| 息税折旧前利润 | 569 | 738 | 1,035 | 1,248 | 1,390 |
| 折旧及摊销 | (149) | (231) | (274) | (289) | (305) |
| 经营利润(息税前利润) | 420 | 507 | 762 | 959 | 1,086 |
| 净利息收入/(费用) | (140) | (182) | (297) | (300) | (284) |
| 其他收益/(损失) | (42) | (19) | 35 | 35 | 35 |
| 税前利润 | 239 | 306 | 499 | 693 | 836 |
| 所得税 | (51) | (73) | (110) | (153) | (184) |
| 少数股东权益 | (4) | (1) | (68) | (74) | (79) |
| 净利润 | 183 | 232 | 322 | 466 | 573 |
| 每股收益(人民币) | 0.501 | 0.636 | 0.881 | 1.276 | 1.568 |
| 每股股息(人民币) | 0.005 | 0.005 | 0.022 | 0.033 | 0.033 |
| 收入增长(%) | 54 | 40 | 36 | 18 | 21 |
| 息税前利润增长(%) | 89 | 21 | 50 | 26 | 13 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 69 | 30 | 40 | 21 | 11 |
| 每股收益增长(%) | 9 | 27 | 39 | 45 | 23 |

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 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 183 | 424 | 1,087 | 813 | 914 |
| 应收帐款 | 432 | 321 | 572 | 675 | 815 |
| 库存 | 459 | 562 | 765 | 897 | 1,091 |
| 其他流动资产 | 155 | 158 | 207 | 237 | 265 |
| 流动资产总计 | 1,229 | 1,466 | 2,631 | 2,622 | 3,086 |
| 固定资产 | 4,203 | 5,788 | 5,882 | 6,867 | 7,436 |
| 无形资产 | 537 | 696 | 1,420 | 949 | 579 |
| 其他长期资产 | 223 | 289 | 303 | 309 | 272 |
| 长期资产总计 | 4,963 | 6,773 | 7,606 | 8,125 | 8,287 |
| 总资产 | 6,192 | 8,238 | 10,236 | 10,747 | 11,373 |
| 应付帐款 | 367 | 451 | 611 | 721 | 871 |
| 短期债务 | 575 | 1,596 | 1,014 | 1,020 | 984 |
| 其他流动负债 | 207 | 747 | 958 | 1,050 | 1,162 |
| 流动负债总计 | 1,149 | 2,794 | 2,582 | 2,791 | 3,017 |
| 长期借款 | 2,896 | 2,698 | 4,497 | 4,297 | 4,096 |
| 其他长期负债 | 193 | 248 | 318 | 367 | 432 |
| 股本 | 365 | 365 | 365 | 365 | 365 |
| 储备 | 1,311 | 1,523 | 1,796 | 2,174 | 2,631 |
| 股东权益 | 1,677 | 1,888 | 2,161 | 2,540 | 2,996 |
| 少数股东权益 | 277 | 610 | 678 | 752 | 831 |
| 总负债及权益 | 6,192 | 8,238 | 10,236 | 10,747 | 11,373 |
| 每股帐面价值(人民币) | 4.59 | 5.17 | 5.91 | 6.95 | 8.20 |
| 每股有形资产(人民币) | 3.12 | 3.26 | 2.03 | 4.35 | 6.61 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 8.99 | 10.59 | 12.10 | 12.32 | 11.40 |

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 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|---------|-------|---------|-------|-------|
| 税前利润 | 239 | 306 | 499 | 693 | 836 |
| 折旧与摊销 | 149 | 231 | 274 | 289 | 305 |
| 净利息费用 | 140 | 182 | 297 | 300 | 284 |
| 运营资本变动 | (129) | 211 | (130) | (66) | (112) |
| 税金 | (51) | (73) | (110) | (153) | (184) |
| 其他经营现金流 | 60 | 10 | 29 | 23 | 97 |
| 经营活动产生的现金流 | 406 | 867 | 859 | 1,088 | 1,227 |
| 购买固定资产净值 | (1,103) | (801) | (1,501) | (801) | (571) |
| 投资减少/增加 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 217 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (873) | (801) | (1,501) | (801) | (571) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 385 | 300 | 1,700 | (200) | (201) |
| 支付股息 | (201) | (185) | (299) | (308) | (296) |
| 其他融资现金流 | 318 | 59 | (96) | (52) | (56) |
| 融资活动产生的现金流 | 502 | 174 | 1,305 | (561) | (554) |
| 现金变动 | 35 | 241 | 663 | (274) | 102 |
| 期初现金 | 148 | 183 | 424 | 1,087 | 813 |
| 公司自由现金流 | (467) | 66 | (642) | 286 | 655 |
| 权益自由现金流 | (82) | 366 | 1,058 | 86 | 454 |

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(%) | 12.2 | 11.2 | 11.6 | 11.9 | 10.9 |
| 息税前利润率(%) | 9.0 | 7.7 | 8.5 | 9.1 | 8.5 |
| 税前利润率(%) | 5.1 | 4.7 | 5.6 | 6.6 | 6.6 |
| 净利率(%) | 3.9 | 3.5 | 3.6 | 4.4 | 4.5 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.1 | 0.5 | 1.0 | 0.9 | 1.0 |
| 利息覆盖率(倍) | 3.0 | 2.8 | 2.6 | 3.2 | 3.8 |
| 净权益负债率(%) | 168.2 | 154.9 | 155.8 | 136.8 | 108.8 |
| 速动比率(倍) | 0.7 | 0.3 | 0.7 | 0.6 | 0.7 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 41.7 | 32.9 | 23.8 | 16.4 | 13.3 |
| 市净率(倍) | 4.6 | 4.1 | 3.5 | 3.0 | 2.6 |
| 价格/现金流(倍) | 15.6 | 7.3 | 7.4 | 5.8 | 5.2 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 19.7 | 16.4 | 12.3 | 10.3 | 9.1 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 37.3 | 32.9 | 31.5 | 33.6 | 33.0 |
| 应收帐款周转天数 | 24.9 | 20.9 | 18.3 | 21.6 | 21.4 |
| 应付帐款周转天数 | 26.4 | 22.7 | 21.7 | 23.1 | 22.9 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.9 | 0.7 | 2.5 | 2.6 | 2.1 |
| 净资产收益率(%) | 12.5 | 13.0 | 15.9 | 19.8 | 20.7 |
| 资产收益率(%) | 6.7 | 5.4 | 6.4 | 7.1 | 7.7 |
| 已运用资本收益率(%) | 9.8 | 8.3 | 10.1 | 11.3 | 12.4 |

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