



**买入**

**7% ↑**

目标价格: 人民币 20.00

000960.CH

价格: 人民币 18.63

目标价格基础: 3.5 倍 12 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 12 年盈利预测, 但上调 13-14 年盈利预测

**主要催化剂/事件**

- 锡价上升
- 收购新的矿山

**股价表现**



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	8	(7)	3	(16)
相对新华富时 A50 指数	9	(12)	6	(8)

发行股数(百万)	907
流通股(%)	54
流通股市值(人民币 百万)	16,888
3 个月日均交易额(人民币 百万)	180
净负债比率(%) (2012E)	177
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 10 月 24 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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

# 锡业股份

## 债务负担较重, 增发估计在积极进展中

锡业股份公告 2012 年 3 季度净利润同比大幅下降 96% 至 832 万元 (每股收益 0.009 元), 这主要是由于 3 季度国内现货市场锡价比上年同期下跌近 24%。另外, 3 季度净利润环比下跌 77.5%, 这主要是锡价环比下跌近 6%。由于今年以来外部经营环境不佳, 公司加大了成本费用的控制, 3 季度管理费用同比大幅下降 65%, 环比下降了 57%。但由于 10 万吨铜等项目建设支出, 公司的净负债率由年初的 168% 大幅上升至 9 月末的 249%, 债务负担进一步加重。由于 9-10 月锡价表现低于我们预期, 我们将 12 年的锡价假设下调了 3.1%, 但对 13 年和 14 年的锡价假设基本保持不变。我们因此将 12 年每股收益预测下调了 14.6%, 但由于公司目前加强了成本控制, 因此我们将 2013-14 年全面摊薄的每股收益预测分别上调了 2.1% 和 4.3%。我们维持 20.00 元的目标价不变, 这是基于约 3.5 倍 12 年市净率, 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**

■ 锡业股份是全球最大的锡生产商, 公司所在地个旧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。我们维持 20.00 元的目标价不变, 这是基于约 3.5 倍 12 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	13,109	16,868	18,305
变动(%)	30	40	4	29	9
净利润(人民币 百万)	366	703	103	303	480
全面摊薄每股收益(人民币)	0.411	0.776	0.113	0.263	0.416
变动(%)	123.5	88.5	(85.4)	132.0	58.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.651	0.868	0.980
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.13	0.26	0.40
调整幅度(%)	-	-	(74.6)	2.1	4.3
核心每股收益(人民币)	0.411	0.776	0.113	0.263	0.416
变动(%)	123.5	88.5	(85.4)	132.0	58.4
全面摊薄市盈率(倍)	45.3	24.0	164.3	70.8	44.7
核心市盈率(倍)	45.3	24.0	164.3	70.8	44.7
每股现金流量(人民币)	(1.50)	(0.71)	1.14	(0.56)	0.43
价格/每股现金流量(倍)	(12.4)	(26.4)	16.4	(33.5)	43.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	17.7	26.7	23.7	20.9
每股股息(人民币)	0.141	0.153	0.027	0.062	0.098
股息率(%)	0.8	0.8	0.1	0.3	0.5

注: 假设 2013 年 1 季度完成增发

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 公司 2012 年 3 季度盈利大跌

锡业股份公告 2012 年 3 季度净利润同比大幅下降 96%至 832 万元（每股收益 0.009 元），盈利大幅下降主要是 3 季度国内现货市场锡价比上年同期下跌近 24%。

另外，3 季度净利润环比下跌 77.5%，这主要是 3 季度国内现货市场锡价环比下跌近 6%。

公司在 8 月 15 日预告 1-3 季度净利润约 9,050 万元，这相当于 3 季度的净利润为约 1,340 万元。这次公告的实际业绩低于公司的预测数 38%，但由于总的金额很小，我们相信不会使得市场感到过分失望。

图表 1. 季度利润及毛利率

	10 年 1 季度	10 年 2 季度	10 年 3 季度	10 年 4 季度	11 年 1 季度	11 年 2 季度	11 年 3 季度	11 年 4 季度	12 年 1 季度	12 年 2 季度	12 年 3 季度
净利润(人民币, 百万)	72	112	93	90	185	169	188	161	40	37	8
毛利率(%)	12.9	12.8	14.4	13.0	17.3	15.2	14.5	16.2	12.9	14.3	6.3

资料来源：公司数据

### 计划增发新股投资铜项目

公司在 12 年 8 月对 11 年 8 月提出的非公开发行 A 股股票方案进行了调整，预计募集资金额不超过 40.80 亿元，发行数量不超过 244,897,959 股，发行价格不低于 16.66 元/股；（原方案为：非公开发行不超过 1.55 亿股，发行价格不低于 27.95 元/股，募集资金估计近 43.3 亿元）。我们估计发行完成后公司总股本最大增加 27%至 11.51 亿股。募集资金投资项目见下表。

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)
10 万吨铜项目	25.67	11.40
卡房分矿采矿权及相关采选资产收购项目	11.80	11.35
10 万吨铅项目、10 万吨铜项目配套土地使用 权收购项目	1.77	1.70
个旧矿区矿产资源勘查项目	8.39	8.35
偿还银行贷款	8.00	8.00
<b>合计</b>	<b>55.63</b>	<b>40.80</b>

资料来源：公司数据

这次的募集资金主要是用于 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，区内拥有全球特大型锡多金属矿床——个旧锡矿，其主要伴生矿种为铜矿。公司目前控制的铜金属储量 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 12.03 万吨（平均品位 1.65%）和三氧化钨金属量为 2.53 万吨（平均品位 0.26%），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，拥有 2,000 吨/日的单铜选矿厂、3,000 吨/日的多金属选矿厂，生产规模为 150.00 万吨/年，开采方式为地下开采。根据卡房分矿 2010 年生产情况，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。

上述收购和新建项目完成后, 公司将初步建成集采选、冶炼于一体的铜业务体系, 促进公司产业布局多元化和完善。

### 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, 则届时公司的锡资源储量将达到近 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。

### 公司加强成本管理, 但债务负担加重

由于今年以来外部经营环境不佳, 公司加大了成本费用的控制, 3 季度管理费用同比大幅下降 65%, 环比下降了 57%。

但由于 10 万吨铅和 10 万吨铜项目建设支出增加, 公司的净负债由 12 年初年初的 88.4 亿元大幅上升至 6 月末的 117.9 亿元, 并进一步在 9 月末升至 130.3 亿元, 净负债率也由年初的 168% 大幅上升至 9 月末末的 249%, 债务负担进一步加重。

### 下调 12-14 年锡价假设

今年 1 月份国际锡价出现强劲上扬，但 2 月 8 日以后进入了漫漫回落之路，并一直持续至 7 月底，时间长达近半年。由于锡价低迷，8 月中旬，印尼生产商纷纷宣布将削减销售量及产量，一些私营冶炼厂甚至停止了生产，印尼是全球最大的精炼锡出口国，对全球锡市场影响巨大，因此其后国际锡价出现强劲回升，但戏剧性的是，随着锡价大幅回升，8 月 29 日，印尼的天马公司就恢复了现货锡销售，这使得锡价出现连续回落。进入 9 月后，美、欧、日等央行推出的新一轮货币宽松政策加上中国政府推出的近 1 万亿元的投资项目推升了对金属和矿业行业的投资热度，使得国际锡价在 9 月震荡上行。但由于全球经济基本面并未好转，下游需求仍然不足，使得进入 10 月后锡价表现疲软。

从今年的数据看，印尼和中国的锡供应量在减少，今年 1-8 月，印尼出口精锡 61,259 吨，同比减少了 9.9%；在中国，由于环保政策趋严，不符合要求的锡矿企业关停整顿，限制了锡精矿产量出现较大增加，2012 年 1-8 月，中国累计生产精锡 94734 吨，同比减少 2.21%；锡矿产量小幅增加，1-8 月锡精矿累计产量为 54352 吨，同比增加 1.86%。根据世界金属统计局 (WBMS) 数据，今年 1-6 月全球精炼锡产量 (不包括 LME 再加工) 较上年同期下降 6,000 吨。但是另一方面，需求在更大幅度下降，根据 WBMS 数据，今年 1-6 月全球锡需求为 174,800 吨，较上年同期减少 5.9%，因此前 6 个月全球锡市供应过剩 1,400 吨。由此可见，需求不足仍是制约短期锡价的主要因素。

长期来看，我们预计资源减少和成本上升是影响锡价的主导因素。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。而另一方面，随着品位下降、人工和税费等增家，锡矿的生产成本面临不断上升的趋势，这对锡价也是有利的推动因素。因此，我们对长期的锡价仍持乐观态度。

由于 9-10 月锡价表现低于我们预期，我们将 12 年的锡价假设下调了 3.1%，但对 13 年和 14 年的锡价假设基本保持不变。

**图表 3. 中国现货市场锡价格假设**

(人民币/吨)	2012E	2013E	2014E
原假设	164,142	170,035	173,336
最新假设	159,045	168,932	174,140
调整幅度(%)	(3.1)	(0.6)	0.5

资料来源：中银国际研究预测

### 调整盈利预测

由于我们下调了 12 年锡价假设，因此我们将 12 年净利润预测下调了 14.6%，但由于公司目前加强了成本控制，因此我们将 13-14 年净利润预测分别上调了 10.8% 和 13.1%。此外，由于公司调整后的增发新股数量增多，因此我们将 2013-14 年全面摊薄的每股收益预测分别上调了 2.1% 和 4.3%。

### 维持买入评级

锡业股份是全球最大的锡生产商，截至 2012 年 3 月底，公司拥有年产 8 万吨锡、10 万吨铅、2.38 万吨锡化工产品、3.04 万吨锡材产品的生产能力。2011 年，公司锡产品（包括锡锭、锡材、锡化工产品）在国际市场占有率达到 15.95%，国内市场占有率达到 37.57%。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。虽然我们下调了 12 年盈利预测，但上调了 13-14 年盈利预测，因此我们维持 20.00 元的目标价不变，这是基于约 3.5 倍 12 年市净率，我们对该股维持**买入**评级。

图表 4.业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年 3 季度	12 年 3 季度	同比变化(%)
<b>销售收入</b>	3,721	4,398	18
销售成本	(3,171)	(4,108)	30
营业税	(8)	(12)	44
<b>毛利润</b>	541	279	(49)
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(32)	(44)	37
管理费用	(134)	(47)	(65)
资产减值损失	(41)	(55)	34
<b>经营利润</b>	334	132	(60)
财务费用	(122)	(101)	(17)
投资收入	(3)	(2)	(34)
其它非营业收入	8	2	(76)
<b>税前利润</b>	217	31	(86)
税金	(29)	(20)	(32)
少数股东权益	(0)	(3)	n/a
<b>净利润</b>	188	8	(96)
<b>全面摊薄每股收益(元)</b>	0.213	0.009	(96)
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	14.5	6.3	
经营利润率	9.0	3.0	
净利率	5.0	0.2	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	8,959	12,570	13,109	16,868	18,305
销售成本	(7,741)	(10,556)	(11,768)	(15,256)	(16,536)
经营费用	(455)	(558)	(360)	(429)	(429)
息税折旧前利润	763	1,456	981	1,182	1,340
折旧及摊销	(173)	(247)	(301)	(350)	(394)
经营利润(息税前利润)	590	1,209	680	832	946
净利息收入/(费用)	(215)	(398)	(579)	(487)	(385)
其他收益/(损失)	42	(6)	24	24	24
税前利润	416	805	125	369	585
所得税	(50)	(102)	(19)	(55)	(88)
少数股东权益	1	0	(4)	(11)	(17)
净利润	366	703	103	303	480
核心净利润	366	703	103	303	480
每股收益(人民币)	0.411	0.776	0.113	0.263	0.416
核心每股收益(人民币)	0.411	0.776	0.113	0.263	0.416
每股股息(人民币)	0.141	0.153	0.027	0.062	0.098
收入增长(%)	30	40	4	29	9
息税前利润增长(%)	83	105	(44)	22	14
息税折旧前利润增长(%)	62	91	(33)	21	13
每股收益增长(%)	124	89	(85)	132	58
核心每股收益增长(%)	124	89	(85)	132	58

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	416	805	125	369	585
折旧与摊销	173	247	301	350	394
净利息费用	215	398	579	487	385
运营资本变动	(1,890)	(1,844)	(220)	(1,590)	(664)
税金	(128)	(224)	257	(177)	(195)
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)	1,030	(572)	495
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	0	4,080	0
净增债务	1,672	4,100	734	(3,387)	0
支付股息	(65)	(99)	(118)	(21)	(61)
其他融资现金流	239	(265)	(590)	(487)	(374)
融资活动产生的现金流	3,166	3,736	27	186	(435)
现金变动	496	610	270	(576)	(30)
期初现金	268	764	1,375	1,645	1,069
公司自由现金流	(2,662)	(3,099)	252	(753)	414
权益自由现金流	(1,214)	632	388	(4,635)	31

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	764	1,375	1,645	1,069	1,038
应收帐款	740	1,196	1,247	1,605	1,742
库存	3,358	5,266	5,380	6,651	7,217
其他流动资产	759	741	805	1,043	1,130
流动资产总计	5,622	8,578	9,077	10,367	11,128
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	17,530	18,660	19,116
应付帐款	400	891	916	1,101	1,194
短期债务	4,624	8,254	8,988	5,988	5,988
其他流动负债	125	69	306	263	190
流动负债总计	5,149	9,213	10,209	7,353	7,372
长期借款	1,493	1,963	1,963	1,576	1,576
其他长期负债	51	110	110	110	110
股本	824	907	907	1,151	1,151
储备	3,814	4,330	4,315	8,432	8,851
股东权益	4,638	5,236	5,221	9,583	10,002
少数股东权益	(1)	23	26	37	55
总负债及权益	11,331	16,545	17,530	18,660	19,116
每股帐面价值(人民币)	5.63	5.78	5.76	8.32	8.69
每股有形资产(人民币)	5.09	5.27	5.29	7.97	8.36
每股净负债/(现金)(人民币)	6.50	9.75	10.27	5.64	5.67

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.5	11.6	7.5	7.0	7.3
息税前利润率(%)	6.6	9.6	5.2	4.9	5.2
税前利润率(%)	4.6	6.4	1.0	2.2	3.2
净利率(%)	4.1	5.6	0.8	1.8	2.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	0.9	0.9	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	2.6	2.8	1.2	1.7	2.4
净权益负债率(%)	115.4	168.1	177.3	67.5	64.9
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	45.3	24.0	164.3	70.8	44.7
核心业务市盈率(倍)	45.3	24.0	164.3	70.8	44.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.6	25.8	176.4	76.1	48.0
盈率(倍)					
市净率(倍)	3.3	3.2	3.2	2.2	2.1
价格/现金流(倍)	(12.4)	(26.4)	16.4	(33.5)	43.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	17.7	26.7	23.7	20.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	121.0	149.1	148.2	130.2	138.3
应收帐款周转天数	29.4	28.1	34.0	30.9	33.4
应付帐款周转天数	14.0	18.7	25.1	21.8	22.9
<b>回报率</b>					
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	2.0	4.1	4.9
资产收益率(%)	5.5	7.6	3.4	3.9	4.3
已运用资本收益率(%)	6.7	9.4	4.3	5.0	5.5

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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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 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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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