



**谨慎
买入**

11% ↑

目标价格: 人民币 27.30
原目标价格: 人民币 35.50

600547.CH

价格: 人民币 24.64

目标价格基础: 22倍 13年市盈率

板块评级: 持有

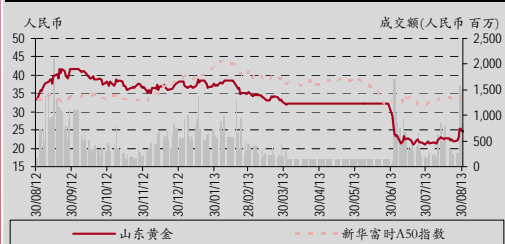
本报告要点

- 上半年盈利同比下滑
- 下调 13-15 金价假设, 下调 13-15 年盈利预测
- 下调目标价格

主要催化剂/事件

- 金价反弹
- 收购金矿

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(36)	14	(24)	(27)
相对新华富时 A50 指数	(21)	11	(10)	(28)

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	35,064
3个月日均交易额(人民币 百万)	439
净负债比率(%) (2013E)	31
主要股东(%)	
山东黄金集团	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 8 月 30 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

山东黄金

受累于金价下跌 13 年上半年盈利大幅下降

山东黄金公告 13 年上半年净利润同比下跌 31% 至 9.68 亿人民币, 这主要是由于金价同比下跌近 8.8%; 13 年 2 季度净利润为 3.95 亿人民币, 同比大跌 50.2%, 环比下降 31.3%, 这主要是由于金价同比和环比均下降约 13%。我们估计公司上半年矿产金的销量近 13.8 吨, 同比增长近 4.9%, 占我们全年销量预测的 48.3%, 略低于我们预期, 我们将 13-15 年销量假设分别下调 2.1%、2.0% 和 1.6%。公司的成本继续增加, 我们估计上半年公司矿产金的单位克金营业成本(不包括三项费用)为 152.5 元/克, 较 2012 年上半年上升 15.6%, 但这要低于 12 年下半年的 182.6 元/克。公司在 13 年 7 月 1 日公告计划增发新股收购包括天承公司等近 14 项黄金资产以及募集资金总额不超过 30 亿元, 我们估计收购完成后公司黄金资源储量将增加 130% 达到约 709 吨, 由于目前股价远低于计划的增发价格, 因此未来项目如何推进还需观察。基于金价在 2 季度罕见暴跌以及市场信心受挫, 我们将 2013-15 年的金价假设分别下调 5.5%、7.9% 和 8.1%。我们将 2013-15 年的每股收益预测下调 15.2%、18.2% 和 17.9% (未考虑增发的因素)。我们将目标价格由 35.50 元下调至 27.30 元, 这是基于约 22 倍的 13 年市盈率。我们维持对该股的谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- 公司储量增加潜力极大。
- 黄金产量稳步上升。
- 在金价下跌的环境下, 公司估计会加强成本控制。

主要风险

- 收购矿山需要消耗大量资金。
- 管理费用、人工成本仍可能高于预期。
- 美联储缩减 QE 规模可能对金价形成抑制。

估值

- 山东黄金集团未来的目标是“争全国第一”, 建设有国际影响力和竞争力的大型现代化黄金矿业公司。因此公司未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力。基于公司基本面在未来 2-3 年内有望继续改善, 我们认为, 该股可较同业享有较高的估值。但由于我们下调了 13-15 年盈利预测, 因此目标价格由 35.50 元下调至 27.30 元, 这是基于约 22 倍的 13 年市盈率。我们维持对该股的谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	39,351	50,160	44,202	42,072	40,899
变动(%)	25	27	(12)	(5)	(3)
净利润(人民币 百万)	1,902	2,171	1,765	1,755	1,787
全面摊薄每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.241	1.234	1.256
变动(%)	55.5	14.1	(18.7)	(0.6)	1.8
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.218	1.666	1.142
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.46	1.51	1.53
调整幅度(%)	-	-	(15.2)	(18.2)	(17.9)
核心每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.241	1.234	1.257
变动(%)	55.5	14.1	(18.7)	(0.6)	1.9
全面摊薄市盈率(倍)	18.4	16.2	19.9	20.0	19.6
核心市盈率(倍)	18.4	16.2	19.9	20.0	19.6
每股现金流量(人民币)	1.38	2.42	2.30	2.22	2.35
价格/每股现金流量(倍)	17.9	10.2	10.7	11.1	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	9.6	10.2	10.0	9.3
每股股息(人民币)	0.200	0.213	0.248	0.247	0.251
股息率(%)	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

13年上半年净利润同比下跌31%

山东黄金公告13年上半年净利润同比下跌31%至9.68亿人民币(每股收益0.681元), 盈利同比下降主要是由于金价同比下跌近8.8%。上半年净利润占我们全年预测的46%, 低于我们预期。

从分季度业绩来看, 13年2季度净利润为3.95亿人民币(每股收益0.277元), 同比大跌50.2%, 环比下降31.3%, 我们估计这主要是由于金价同比和环比均下降约13%。

图表 1. 季度金价(人民币/克)

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	12年 4季度	13年 1季度	13年 2季度
296.5	316.1	352.8	345.9	345	329	338	344.5	328.7	285.5

资料来源: 上海黄金交易所, 中银国际研究

图表 2. 季度利润及毛利率

	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	12年 4季度	13年 1季度	13年 2季度
净利润(人民币, 百万)	443	606	643	210	617	789	430	335	574	395
毛利率(%)	11.5	10.0	11	13	9.4	13.0	8.1	9.4	9.5	7.0

资料来源: 公司数据

图表 3. 业绩摘要

(人民币, 百万)	12年上半年	13年上半年	同比变化(%)
销售收入	25,356	28,034	11
销售成本	(22,522)	(25,743)	14
营业税	(3)	(3)	9
毛利润	2,831	2,288	(19)
其他收入	0	1	n/a
分销费用	(19)	(22)	12
管理费用	(760)	(874)	15
其它经营费用	(4)	(6)	47
经营利润	2,048	1,387	(32)
财务费用	(136)	(129)	(5)
投资收入	38	(25)	n/a
其它非营业收入	(4)	74	n/a
税前利润	1,947	1,307	(33)
税金	(491)	(329)	(33)
少数股东权益	(50)	(10)	(81)
净利润	1,406	968	(31)
全面摊薄每股收益(元)	0.988	0.681	(31)
盈利能力(%)			
毛利率	11.2	8.2	
经营利润率	8.1	4.9	
净利率	5.5	3.5	

资料来源: 公司数据



矿产金销量略低于预期

我们估计公司上半年矿产金的销量达到近 13.8 吨, 同比增长近 4.9%。公司计划 2013 年自产黄金产量 27.9 吨, 上半年的销量占全年计划产量的 49.4%, 但占我们全年销量预测 28.6 吨的 48.3%, 略低于我们预期, 因此我们将 13-15 年矿产金销量的假设分别下调 2.1%、2.0% 和 1.6%。

2013 年, 公司将加快在建项目、特别是三山岛 8,000 吨/日项目、焦家 6,000 吨/日项目、新城 10,000 吨/日项目、青岛公司鑫汇 I 号脉深部开采工程和鑫莱 1,000 吨/日采选工程、金洲公司金青顶深部开拓工程、柴矿二期四号竖井工程、中宝四儿沟采选工程、福建源鑫 1,000 吨/日采选工程的工程进度, 使项目尽早投产。因此, 我们预期未来公司矿产金产量仍可逐步增长。

图表 4. 矿产金产量假设

(吨)	2013E	2014E	2015E
新假设	28.0	29.4	30.5
原假设	28.6	30	31
变动(%)	(2.1)	(2.0)	(1.6)

资料来源: 中银国际研究

13 年上半年矿产金单位克金成本同比上升

虽然上半年金价下降, 但公司的成本仍继续增加。我们估计 2013 年上半年公司矿产金的单位克金营业成本 (不包括三项费用) 为 152.5 元/克, 较 2012 年上半年大幅上升 15.6%, 但这要大大低于 12 年下半年的 182.6 元/克; 另外, 如果考虑三项费用, 我们估计 2013 年上半年的完全克金成本可能达到近 227 元/克, 较 12 年上半年同比上升近 12.5%。

13 年上半年管理费用延续上升趋势, 但 2 季度加强了费用控制

13 年上半年公司管理费用 8.7 亿元, 较上年同期增加约 1.1 亿元, 增幅 15%, 延续了多年来管理费用不断大幅上升到趋势。我们估计除了由于人工成本上升等因素外, 公司在 12 年 3 月和 11 月分别收购了甘肃省西和县中宝矿业有限公司 70% 股权和福建省政和县源鑫矿业有限公司 80% 股权, 使得无形资产摊销增加; 此外固定资产折旧、科技投入等也增加了管理费用。

但如果从季度环比看, 2 季度管理费用环比下降 6%, 由此可见, 在金价下跌的压力下, 公司也加强了费用控制, 我们估计下半年公司管理费用的上升可能趋缓。

增发新股收购母公司黄金资产, 储量将翻番

公司在 13 年 7 月 1 日公告了重大资产重组方案, 具体为向山东黄金集团 (母公司)、山东黄金有色矿业集团 (山东黄金集团下属子公司)、山东盛大矿业、金茂矿业和王志强发行 29,607.14 万股, 收购包括天承公司等近 14 项黄金资产, 发行价格为人民币 33.72 元/股。此外, 公司还将向不超过 10 名投资者发行股份, 募集资金总额不超过 30 亿元, 且不超过本次交易总额的 25%, 发行股份的数量不超过 8,896.80 万股, 发行价格不低于前 20 个交易日股票交易均价 33.72 元, 募集资金用于发展收购资产的主营业务及补充流动资金。我们计算发行完成后, 公司的总股本将达到约 180,811.18 万股, 较目前增加 27%。

图表 5.收购资产

被收购方	标的资产
山东黄金集团	天承公司 100% 股权
山东黄金集团	东风探矿权
山东黄金集团	东风采矿权及相关资产与负债
山东黄金集团	寺庄探矿权
山东黄金集团	新城探矿权
山东黄金有色矿业	归来庄公司 70.65% 股权
山东黄金有色矿业	嵩县山金 70% 股权
山东黄金有色矿业	海南山金 63% 股权
山东黄金有色矿业	蓬莱公司 51% 股权
盛大矿业	鑫源矿投 100% 股权
盛大矿业	马塘采矿权及相关资产与负债
盛大矿业	马塘二采矿权及相关资产与负债
金茂矿业	蓬莱公司 20% 股权
王志强	蓬莱公司 29% 股权

资料来源: 公司公告

收购完成后, 公司将获得归来庄公司、嵩县山金、海南山金、蓬莱公司、天承公司及鑫源矿投的控制权及六宗黄金矿业权, 相应的矿山分别位于山东、河南及海南。收购资产中, 归来庄公司、嵩县山金、海南山金、蓬莱公司及天承公司均为黄金生产企业, 鑫源矿投虽尚未开始黄金生产, 但其控股子公司莱州鲁地拥有一宗储量丰富的探矿权。六宗黄金矿业权中, 寺庄探矿权、新城探矿权等矿业权位于公司现有成熟矿山开采范围周边或深部, 因此将有助于公司延伸扩大寺庄金矿的许可开采范围, 实现集约化开采并利用现有选矿能力, 降低开采成本, 增强盈利能力。截至 2012 年底, 公司黄金资源量为 308 吨, 收购完成后, 我们估计公司黄金资源储量将增加约 401 吨达到约 709 吨, 增加 130%。

截至 2013 年 3 月 31 日, 收购资产的预估值约为 99.835 亿元。收购资产 2012 年的矿产金产量约 5 吨, 盈利估计 4-5 亿元。

目前相关的审计、评估及盈利预测工作尚未完成, 这些工作完成后, 公司董事会将再次召开会议审议通过正式方案; 此后还需经过: 山东省国资委核准并对相关资产评估结果备案或核准; 公司股东大会审议批准本次交易事项; 中国证监会核准本次交易事项。其后再寻找适当时机向不超过 10 名投资者发行股份募集配套资金。由于目前股价远低于公司计划的增发价格, 因此未来项目如何推进还需观察。

下调金价假设, 并下调盈利预测

黄金价格在 12 年 10 月以后逐级下滑, 即使在去年 12 月份美联储推出 QE4 也未能推动金价上升, 这主要还是由于市场预期随着美国经济好转, QE 的力度将减弱甚至逐步退出。而自今年 4 月 12 日起, 在塞浦路斯可能出售黄金这一事件的催化下, 市场信心出现崩溃, 黄金经历了史上罕见的暴跌, 金价连续跌破 1,500 美元和 1,400 美元, 12 日和 13 日分别下跌了 5.1% 和 8.3%, 连续 2 个交易日累计下跌 12.9%, 这创下了过去 30 年的最大跌幅。至 6 月底金价最低跌至近 1,180 美元/盎司, 其后才出现较明显回升, 但估计金价中期可能仍会面临美联储逐步退出 QE 的压力。但从长期看, 我们认为作为美元“替代品”的黄金未来仍会有表现的机会。

基于金价在 2 季度罕见暴跌以及市场信心受挫, 我们将 2013-15 年的金价假设分别下调 5.5%、7.9% 和 8.1%。



由于下调了金价假设以及小幅下调了公司矿产金销量假设，但同时公司在金价下跌的环境下也加强了成本的控制，因此我们将2013-15年的每股收益预测下调15.2%、18.2%和17.9%至1.24元、1.23元和1.26元（未考虑增发的因素）。

图表 6. 金价假设

(人民币/克)	2013E	2014E	2015E
原假设	310	299	289
新假设	293	275	266
调整幅度(%)	(5.5)	(7.9)	(8.1)

资料来源：中银国际研究

维持谨慎买入评级

山东黄金集团未来的目标是“争全国第一”，建设有国际影响力和竞争力的大型现代化黄金矿业公司。因此公司未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力。基于公司基本面在未来2-3年内有望继续改善，我们认为，该股可较同业享有较高的估值。但由于我们下调了13-15年盈利预测，因此目标价格由35.50元下调至27.30元，这是基于约22倍的13年市盈率。我们维持对该股的**谨慎买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	39,351	50,160	44,202	42,072	40,899
销售成本	(34,957)	(45,192)	(39,672)	(37,664)	(36,538)
经营费用	(827)	(812)	(680)	(579)	(446)
息税折旧前利润	3,567	4,156	3,850	3,829	3,915
折旧及摊销	(671)	(972)	(1,157)	(1,226)	(1,345)
经营利润(息税前利润)	2,896	3,184	2,693	2,602	2,570
净利息收入/(费用)	(182)	(275)	(284)	(235)	(160)
其他收益/(损失)	(22)	7	(18)	1	1
税前利润	2,692	2,915	2,391	2,368	2,411
所得税	(710)	(698)	(598)	(592)	(603)
少数股东权益	(80)	(46)	(28)	(21)	(21)
净利润	1,902	2,171	1,765	1,755	1,787
核心净利润	1,902	2,171	1,765	1,755	1,788
每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.241	1.234	1.256
核心每股收益(人民币)	1.337	1.526	1.241	1.234	1.257
每股股息(人民币)	0.200	0.213	0.248	0.247	0.251
收入增长(%)	25	27	(12)	(5)	(3)
息税前利润增长(%)	52	10	(15)	(3)	(1)
息税折旧前利润增长(%)	49	17	(7)	(1)	2
每股收益增长(%)	56	14	(19)	(1)	2
核心每股收益增长(%)	56	14	(19)	(1)	2

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	2,692	2,915	2,391	2,368	2,411
折旧与摊销	671	972	1,157	1,226	1,345
净利息费用	182	275	284	235	160
运营资本变动	(1,138)	(28)	24	(83)	35
税金	(479)	(772)	(617)	(593)	(601)
其他经营现金流	32	86	33	0	0
经营活动产生的现金流	1,960	3,449	3,272	3,153	3,349
购买固定资产净值	(2,342)	(4,717)	(1,500)	(1,500)	(1,100)
投资减少/增加	114	(1)	(19)	14	14
其他投资现金流	(11)	(80)	8	8	8
投资活动产生的现金流	(2,240)	(4,798)	(1,511)	(1,478)	(1,078)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	136	1,320	(335)	(853)	(858)
支付股息	(141)	(106)	(228)	(265)	(263)
其他融资现金流	285	217	(988)	(235)	(160)
融资活动产生的现金流	279	1,431	(1,551)	(1,352)	(1,280)
现金变动	0	81	210	322	990
期初现金	817	817	898	1,108	1,430
公司自由现金流	(271)	(1,338)	1,779	1,702	2,316
权益自由现金流	(326)	(298)	1,135	587	1,254

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	817	898	1,108	1,430	2,420
应收帐款	13	31	27	26	25
库存	875	1,079	1,065	1,153	1,121
其他流动资产	1,628	2,336	2,051	1,948	1,890
流动资产总计	3,333	4,344	4,251	4,556	5,456
固定资产	6,033	8,055	8,831	9,539	9,728
无形资产	3,162	4,800	4,353	3,906	3,458
其他长期资产	133	262	254	246	238
长期资产总计	9,328	13,116	13,438	13,690	13,424
总资产	12,661	17,460	17,690	18,247	18,880
应付帐款	807	1,593	1,399	1,328	1,288
短期债务	2,253	4,040	1,705	853	426
其他流动负债	1,624	1,645	868	837	823
流动负债总计	4,684	7,278	3,972	3,018	2,537
长期借款	1,043	575	2,575	2,575	2,144
其他长期负债	537	892	863	863	863
股本	1,423	1,423	1,423	1,423	1,423
储备	4,248	6,175	7,713	9,204	10,728
股东权益	5,671	7,598	9,136	10,627	12,151
少数股东权益	727	1,116	1,144	1,165	1,186
总负债及权益	12,661	17,460	17,690	18,247	18,880
每股帐面价值(人民币)	3.98	5.34	6.42	7.47	8.54
每股有形资产(人民币)	1.76	1.97	3.36	4.72	6.11
每股净负债/(现金)(人民币)	1.74	2.61	2.23	1.40	0.11

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.1	8.3	8.7	9.1	9.6
息税前利润率(%)	7.4	6.3	6.1	6.2	6.3
税前利润率(%)	6.8	5.8	5.4	5.6	5.9
净利率(%)	4.8	4.3	4.0	4.2	4.4
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.6	1.1	1.5	2.2
利息覆盖率(倍)	15.2	11.1	8.9	9.9	12.5
净权益负债率(%)	38.7	42.7	30.9	16.9	1.1
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.8	1.1	1.7
估值					
市盈率(倍)	18.4	16.2	19.9	20.0	19.6
核心业务市盈率(倍)	18.4	16.2	19.9	20.0	19.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	20.4	17.9	22.0	22.1	21.7
市净率(倍)	6.2	4.6	3.8	3.3	2.9
价格/现金流(倍)	17.9	10.2	10.7	11.1	10.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	9.6	10.2	10.0	9.3
周转率					
存货周转天数	5.9	7.1	8.9	9.6	10.1
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应付帐款周转天数	6.1	8.7	12.4	11.8	11.7
回报率					
股息支付率(%)	15.0	14.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	39.8	32.7	21.1	17.8	15.7
资产收益率(%)	19.2	16.1	11.5	10.9	10.4
已运用资本收益率(%)	33.3	27.8	19.4	17.7	16.8

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(“上市集团”)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