

2010年3月29日

# 中国铝业

## 亏损高于预期

买入

A

601600.SS - 人民币 12.86  
目标价格: 人民币 26.94

持有

H

2600.HK - 港币 7.96  
目标价格: 港币 9.11

中国铝业公告 2009 年净亏损 46 亿人民币，亏损额比我们预计的 31 亿人民币更加严重，也高于市场预测的 25 亿人民币亏损，这主要是因为固定资产减值亏损 6.24 亿人民币及资产拨回低于预期。我们将在业绩发布会上获取更多信息后再考虑是否调整 2010-12 年盈利预测。目前对该股维持原有的盈利预测和目标价格不变。

**乐宇坤\***

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300200010044

### 股价相对指数表现 (A 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(11)	1	(9)	15
相对新华富时 A50 指数 (%)	(1)	1	(3)	(12)

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据 (A 股)

发行股数 (百万)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (人民币 百万)	52,177
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	290
净负债比率 (%)	97
主要股东 (%)	
中铝公司	36

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

\*陈蓓蓓为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

### 支撑评级的要点

- 2010 年铝价窄幅震荡；
- 2010 年公司没有重大的并购项目。

### 评级面临的主要风险

- 金属价格恢复快于预期；
- 成本控制措施更加激进；
- 终端用户需求复苏优于预期。

### 估值

- 我们将适时调整目标价格。

### 图表 1. 投资摘要 (A 股)

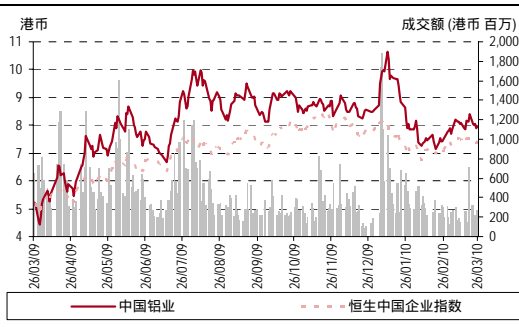
年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	76,728	70,268	72,603	79,863	87,849
变动 (%)	(10)	(8)	3	10	10
净利润 (人民币 百万)	9	(4,646)	3,374	4,781	6,231
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.249	0.354	0.461
变动 (%)	(99.9)	(52,824.3)	(172.6)	41.7	30.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.268	0.428	0.910
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.249	0.354	0.461
变动 (%)	(99.9)	(52,824.3)	(172.6)	41.7	30.3
全面摊薄市盈率 (倍)	19,737.3	n.m.	n.m.	36.4	27.9
核心市盈率 (倍)	19,737.3	n.m.	n.m.	36.4	27.9
每股现金流量 (人民币)	(0.26)	0.99	0.56	0.42	0.88
价格/每股现金流量 (倍)	(49.9)	12.9	22.9	31.0	14.7
市净率 (倍)	2.9	3.2	3.4	3.2	2.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	24.2	79.7	n.m.	23.5	19.4
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.4	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

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

### 股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(7)	6	(7)	52
相对恒生中国企业指数 (%)	(1)	2	(2)	10

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据 (H 股)

发行股数 (百万)	13,524
流通股 (%)	30
流通股市值 (港币 百万)	32,296
3 个月日均交易额 (港币 百万)	387
净负债比率 (%)	97

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

### 投资摘要 (H 股)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	76,728	70,268	72,603	79,863	87,849
变动 (%)	(10)	(8)	3	10	10
净利润 (人民币 百万)	19	(4,643)	3,374	4,781	6,234
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.343)	0.249	0.354	0.461
变动 (%)	(99.8)	(4,704.6)	(172.7)	41.7	30.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	(0.146)	0.381	0.512	0.725
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.343)	0.249	0.354	0.461
变动 (%)	(99.8)	(4,704.6)	(172.7)	41.7	30.4
全面摊薄市盈率 (倍)	5017.5	n.m.	28.1	19.8	15.2
核心市盈率 (倍)	5017.5	n.m.	28.1	19.8	15.2
每股现金流量 (人民币)	0.19	0.20	1.92	0.81	0.91
价格/每股现金流量 (倍)	36.9	35.6	3.7	8.6	7.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	18.5	50.0	10.6	9.1	8.0
市净率 (倍)	1.7	1.9	1.7	1.6	1.4
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.7	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

### 2009 年亏损高于预期

中国铝业公告国际会计准则下 2009 年录得净亏损 46.42 亿人民币(加权平均每股亏损 0.343 人民币), 亏损额高于我们预期的 30.75 亿人民币, 也高于市场预测的 25 亿人民币。营收仅同比下滑 8.4%至 702.68 亿人民币。实际业绩与预测值之间出现了较大差距主要是因为固定资产减值亏损 6.24 亿人民币及资产拨回低于预期。因此 2009 年公司的毛利率从 2008 年的 7.5%降至 1.7%, 经营利润率从 2.4%转为负值。2009 年 4 季度公司亏损 11.42 亿人民币, 而 3 季度盈利 2,100 万人民币。公司未宣布派息。

### 平均售价下滑

尽管 2009 年氧化铝销量从 4,264,400 吨同比增长 4.1%至 4,436,600 吨, 铝销量从 3,101,300 吨增长 23%至 3,814,600 吨, 但是氧化铝和铝平均售价下跌导致期内盈利下降(氧化铝不含增值税价格从 2,710 人民币/吨平均下跌 28.5%至 1,939 人民币/吨, 铝不含增值税价格从 14,742 人民币/吨下跌 19.7%至 11,835 人民币/吨)。

### 减值成本

报告期内, 中国铝业的销售成本同比降低 2.7%至 690 亿人民币。我们认为成本降低主要是因为效率较低的冶炼厂削减了产量。我们期待公司能够在分析师会上针对成本做出更多的解释。此外, 固定资产减值成本 6.24 亿人民币, 利息费用 23 亿人民币(2008 年为 19 亿人民币)导致经营费用上升。

### 暂维持盈利预测和目标价格

中国铝业表示 2010 年公司将扭亏为盈, 我们认为今年全年公司有望实现盈利。但我们将在公司披露更多信息后考虑是否调整该股的盈利预测和目标价格。

**图表 2. 全年业绩摘要(国际会计准则下)**

(百万 人民币)	2008	2009	同比变动 %
<b>营收</b>	76,728	70,268	(8)
销售成本	(70,961)	(69,079)	(2.7)
<b>毛利润</b>	5,767	1,189	(79)
其他收益	312	(69)	n.m.
销售和分销费用	(1,563)	(1,265)	(19)
一般和管理费用	(2,507)	(2,957)	18
研发费用	(178)	(178)	0
<b>经营利润</b>	1,832	(3,279)	n.m.
利息费用	(1,710)	(2,138)	25
联营公司利润	12	27	128
<b>税前利润</b>	134	(5,391)	n.m.
税金	34	711	1981
<b>税后利润</b>	169	(4,680)	n.m.
少数股东权益	(149)	37	n.m.
<b>净利润</b>	19	(4,643)	n.m.
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	7.5	1.7	
经营利润率	2.4	(4.7)	
净利率	0.0	(6.6)	

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

**图表 3. 全年业绩摘要(中国会计准则下)**

(百万 人民币)	2008	2009	同比变动 %
<b>营业收入</b>	76,728	70,268	(8.4)
营业成本	(70,193)	(69,325)	(1.2)
<b>毛利润</b>	6,535	943	(85.6)
其他收益	(600)	(212)	(64.6)
销售和分销费用	(3,949)	(4,081)	3.4
<b>经营利润</b>	1,987	(3,351)	n.a.
利息费用	(1,735)	(2,169)	25.1
其他经营收入	(131)	129	n.m.
<b>税前利润</b>	121	(5,391)	n.m.
税金	37	708	1,795
<b>税后利润</b>	158	(4,683)	n.m.
少数股东权益	(149)	37	n.m.
<b>净利润</b>	9	(4,646)	n.m.
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	8.5	1.3	
经营利润率	2.6	(4.8)	
净利率	0.0	(6.6)	

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

**损益表 — A 股 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	76,728	70,268	72,603	79,863	87,849
销售成本	(70,193)	(69,325)	(66,746)	(72,178)	(78,272)
经营费用	1,791	1,819	2,267	2,278	2,290
经营利润(息税前利润)	2,586	(3,138)	8,123	9,963	11,868
折旧及摊销	(5,740)	(5,900)	0	0	0
息税折旧前利润	8,326	2,762	8,123	9,963	11,868
净利息收入/(费用)	(1,735)	(2,169)	(3,407)	(3,407)	(3,407)
其他收益/(损失)	(731)	(83)	196	274	348
税前利润	121	(5,391)	4,912	6,830	8,809
所得税	37	708	(1,228)	(1,707)	(2,202)
少数股东权益	(149)	37	(310)	(341)	(375)
净利润	9	(4,646)	3,374	4,781	6,231
核心净利润	9	(4,646)	3,374	4,781	6,231
每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.249	0.354	0.461
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.249	0.354	0.461
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(10)	(8)	3	10	10
息税前利润增长(%)	(84)	(221)	(359)	23	19
息税折旧前利润增长(%)	(59)	(67)	194	23	19
每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(173)	42	30
核心每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(173)	42	30

资料来源: 公司数据, 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	16,355	7,859	18,828	21,320	24,972
应收帐款	1,320	1,417	1,927	2,120	2,331
库存	19,910	20,423	18,898	20,434	22,158
其他流动资产	4,972	6,634	16,422	21,394	21,394
流动资产总计	42,557	36,334	56,074	65,268	70,855
固定资产	85,953	89,661	91,056	93,163	95,132
无形资产	4,719	4,993	2,898	2,864	2,829
其他长期资产	4,749	5,350	18,402	18,207	18,207
长期资产总计	93,058	97,641	112,356	114,234	116,168
总资产	135,615	133,975	168,430	179,501	187,023
应付帐款	4,825	6,172	4,528	4,896	5,309
短期债务	14,188	22,993	40,290	40,290	40,290
其他流动负债	19,608	10,864	27,968	28,507	29,001
流动负债总计	38,622	40,030	72,786	73,693	74,600
长期借款	24,169	25,899	36,000	36,000	36,000
其他长期负债	12,639	12,465	194	5,236	5,243
股本	13,525	13,525	13,525	13,525	13,525
储备	41,462	36,876	41,070	45,851	52,083
股东权益	54,986	50,401	54,594	59,376	65,607
少数股东权益	5,198	5,180	4,856	5,197	5,572
总负债及权益	135,615	133,975	168,430	179,501	187,023
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	4.04	4.39	4.85
每股有形资产(人民币)	3.72	3.36	3.82	4.18	4.64
每股净负债/(现金)(人民币)	1.63	3.03	4.25	4.06	3.79

资料来源: 公司数据, 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	121	(5,391)	4,912	6,830	8,809
折旧与摊销	5,740	5,900	0	0	0
净利息费用	1,735	2,169	3,407	3,407	3,407
运营资本变动	(1,006)	19,442	3,837	(5,794)	(1,028)
税金	(1,639)	0	(1,228)	(1,707)	(2,202)
其他经营现金流	(8,432)	(8,666)	(3,334)	2,878	2,859
经营活动产生的现金流	(3,483)	13,455	7,594	5,613	11,845
购买固定资产净值	(21,928)	(9,000)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(21,928)	(9,000)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
净增权益	(119)	0	0	0	0
净增债务	28,579	17,867	0	0	0
支付股息	(1,826)	(703)	0	0	0
其他融资现金流	6,020	(30,056)	4,420	5,879	807
融资活动产生的现金流	32,653	(12,892)	4,420	5,879	807
现金变动	7,243	(8,436)	3,014	2,492	3,652
期初现金	9,055	16,296	15,813	18,828	21,320
公司自由现金流	(25,410)	4,455	(1,406)	(3,387)	2,845
权益自由现金流	3,168	22,323	(1,406)	(3,387)	2,845

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率 — A 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	10.9	3.9	11.2	12.5	13.5
息税前利润率	3.4	(4.5)	11.2	12.5	13.5
税前利润率	0.2	(7.7)	6.8	8.6	10.0
净利率	0.0	(6.6)	4.6	6.0	7.1
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	0.9	0.8	0.9	0.9
利息覆盖率	1.5	(1.4)	2.4	2.9	3.5
净权益负债率(%)	36.7	73.8	96.7	85.1	72.1
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	19,737.3	n.m.	n.m.	36.4	27.9
核心业务市盈率	19,737.3	n.m.	n.m.	36.4	27.9
目标价对应核心业务市盈率	41,342.3	n.m.	n.m.	76.2	58.5
市净率	3.2	3.5	3.2	2.9	2.7
价格/现金流	n.m.	n.m.	22.9	31.0	14.7
企业价值/息税折旧前利润	24.2	79.7	n.m.	23.5	19.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	91.7	106.2	107.5	99.5	99.3
应收帐款周转天数	12.0	7.1	8.4	9.2	9.2
应付帐款周转天数	22.2	28.6	26.9	21.5	21.2
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	7,980.9	n.a.	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	6.4	8.4	10.0
资产收益率	2.1	(2.3)	4.0	4.3	4.9
已运用资本收益率	2.7	(3.1)	6.8	7.2	8.2

资料来源: 公司数据, 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	76,728	70,268	72,603	79,863	87,849
销售成本	(70,961)	(69,079)	(66,428)	(71,827)	(77,886)
经营费用	1,858	1,907	8,629	8,885	9,000
经营利润(息税前利润)	1,832	(3,279)	8,153	9,993	11,898
折旧及摊销	(5,793)	(6,375)	(6,651)	(6,927)	(7,066)
息税折旧前利润	7,626	3,096	14,804	16,920	18,963
净利息收入/(费用)	(1,710)	(2,138)	(3,407)	(3,407)	(3,407)
其他收益/(损失)	12	27	166	244	322
税前利润	134	(5,391)	4,912	6,830	8,812
所得税	34	711	(1,228)	(1,707)	(2,203)
少数股东权益	(149)	37	(310)	(341)	(375)
净利润	19	(4,643)	3,374	4,781	6,234
核心净利润	19	(4,643)	3,374	4,781	6,234
每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.249	0.354	0.461
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.249	0.354	0.461
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(10)	(8)	3	10	10
息税前利润增长(%)	(88)	(279)	(349)	23	19
息税折旧前利润增长(%)	(62)	(59)	378	14	12
每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(173)	42	30
核心每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(173)	42	30

资料来源: 公司数据, 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	16,297	7,859	18,828	21,320	24,972
应收帐款	2,052	3,203	1,927	2,120	2,331
库存	19,910	20,423	18,842	20,373	22,092
其他流动资产	4,298	4,849	2,446	2,446	2,446
流动资产总计	42,557	36,334	42,042	46,259	51,841
固定资产	85,989	89,661	91,056	93,163	95,132
无形资产	2,988	3,049	2,898	2,864	2,829
其他长期资产	4,078	4,931	32,529	32,268	32,268
长期资产总计	93,055	97,641	126,483	128,295	130,229
总资产	135,612	133,975	168,526	174,554	182,071
应付帐款	4,825	6,172	4,623	4,990	5,402
短期债务	22,290	25,820	40,290	40,290	40,290
其他流动负债	11,506	8,038	27,968	28,507	29,002
流动负债总计	38,622	40,030	72,881	73,787	74,694
长期借款	36,043	37,804	36,000	36,000	36,000
其他长期负债	766	560	194	194	194
股本	13,524	13,524	13,524	13,524	13,524
储备	41,459	36,876	41,070	45,851	52,085
股东权益	54,983	50,401	54,594	59,376	65,610
少数股东权益	5,198	5,180	4,856	5,197	5,572
总负债及权益	135,612	133,975	168,526	174,554	182,071
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	4.04	4.39	4.85
每股有形资产(人民币)	3.84	3.50	3.82	4.18	4.64
每股净负债/(现金)(人民币)	3.11	4.12	4.25	4.06	3.79

资料来源: 公司数据, 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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	134	(5,391)	4,912	6,830	8,812
折旧与摊销	5,793	6,375	6,651	6,927	7,066
净利息费用	1,710	2,138	3,407	3,407	3,407
运营资本变动	(1,006)	3,657	15,750	(818)	(1,023)
税金	(1,639)	0	(1,228)	(1,707)	(2,203)
其他经营现金流	(2,429)	(4,119)	(3,573)	(3,651)	(3,729)
经营活动产生的现金流	2,563	2,660	25,919	10,988	12,330
购买固定资产净值	(21,928)	(9,000)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(21,928)	(9,000)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
净增权益	(119)	0	0	0	0
净增债务	28,579	17,867	0	0	0
支付股息	(1,826)	(703)	0	0	0
其他融资现金流	(18)	(19,261)	(13,905)	505	322
融资活动产生的现金流	26,616	(2,097)	(13,905)	505	322
现金变动	7,251	(8,436)	3,014	2,492	3,652
期初现金	9,055	16,296	15,813	18,828	21,320
公司自由现金流	(19,365)	(6,340)	16,919	1,988	3,330
权益自由现金流	9,214	11,528	16,919	1,988	3,330

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

**主要比率 — H股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.9	4.4	20.4	21.2	21.6
息税前利润率	2.4	(4.7)	11.2	12.5	13.5
税前利润率	0.2	(7.7)	6.8	8.6	10.0
净利率	0.0	(6.6)	4.6	6.0	7.1
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.9	0.6	0.6	0.7
利息覆盖率	1.0	(1.4)	2.4	2.9	3.5
净权益负债率(%)	69.8	100.3	96.7	85.1	72.1
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率	50175	n.m.	28.1	19.8	15.2
核心业务市盈率	50175	n.m.	28.1	19.8	15.2
目标价对应核心业务市盈率	57416	n.m.	32.1	22.7	17.4
市净率	1.7	1.9	1.7	1.6	1.4
价格/现金流	36.9	35.6	3.7	8.6	7.7
企业价值/息税折旧前利润	18.5	50.0	10.6	9.1	8.0
周转率					
存货周转天数	90.7	106.6	107.9	99.6	99.5
应收帐款周转天数	13.7	13.6	12.9	9.2	9.2
应付帐款周转天数	22.1	28.6	27.1	22.0	21.6
回报率(%)					
股息支付率	37269	n.a.	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	6.4	8.4	10.0
资产收益率	1.5	(1.8)	4.0	4.4	5.0
已运用资本收益率	1.9	(2.7)	6.4	7.2	8.3

资料来源: 公司数据, 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