

2010 年 3 月 31 日

A

卖出 (↓买入)

600808.SS - 人民币 4.30

目标价格: 人民币 3.49 (↓7.32)

H

卖出 (↓买入)

0323.HK - 港币 4.58

目标价格: 港币 3.12 (↓6.25)

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 (%)	(15)	(2)	(15)	4
相对新华富时 A50 指数 (%)	(7)	(6)	(8)	(27)

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)	7,701
流通股 (%)	16
流通股市值 (人民币 百万)	5,265
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	154
净负债比率 (%) (2010E)	74
主要股东 (%)	
马钢集团	63

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈蓓蕾是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

马钢股份

业绩低于预期

马钢股份 09 年香港财务报告准则下盈利同比下降 45% 至 3.92 亿人民币, 业绩低于我们预期的 4.59 亿人民币 15%, 低于市场共识预期 5.24 亿人民币 25%。我们将 2010、11 年盈利预测下调 74% 与 62%, 这是由于铁矿石成本上升, 而铁矿石价格由之前的年度合同调整为每季度调整, 这带来的不确定性将影响股价表现。

支撑评级的要点

- 今年钢价温和上升;
- 铁矿石成本及焦煤面临上升压力。

评级面临的主要风险

- 并购拉动盈利增长;
- 钢材需求增长快于预期。

估值

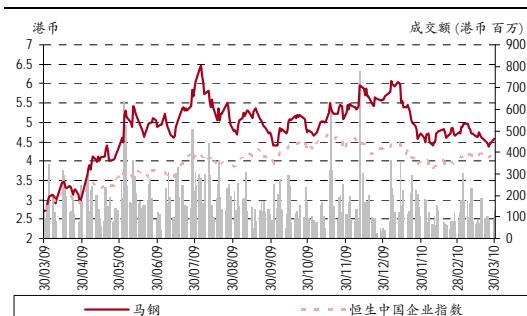
- 基于 1 倍 2010 年市净率, 我们将 A 股目标价由 7.32 元下调至 3.49 元; 参考 0.79 倍的 2010 年市净率, 将 H 股目标价由 6.25 港币下调至 3.12 港币。

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)	71,260	51,860	64,292	73,943	84,731
变动 (%)	41	(27)	24	15	15
净利润 (人民币 百万)	883	392	778	1,511	2,162
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.122	0.051	0.101	0.196	0.281
变动 (%)	(67.4)	(58.3)	98.3	94.1	43.1
市场预测每股收益 (人民币)	-	0.078	0.277	0.364	0.320
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.366	0.495	-
调整幅度 (%)	-	-	(72.4)	(60.4)	n.a.
核心每股收益 (人民币)	0.122	0.051	0.101	0.196	0.281
变动 (%)	(67.4)	(58.3)	98.3	94.1	43.1
全面摊薄市盈率 (倍)	35.2	84.4	42.5	21.9	15.3
核心市盈率 (倍)	35.2	84.4	42.5	21.9	15.3
每股现金流量 (人民币)	1.19	0.83	0.69	1.17	0.87
价格/每股现金流量 (倍)	3.6	5.2	6.2	3.7	4.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	7.3	7.5	8.6	7.2	6.3
每股股息 (人民币)	0.000	0.021	0.035	0.069	0.103
股息率 (%)	0.0	0.5	0.8	1.6	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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(%)	(19)	(2)	(18)	70
相对恒生中国企业指数(%)	(16)	(9)	(17)	12

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)	7,701
流通股 (%)	27
流通股市值 (港币 百万)	9,523
3个月日均交易额 (港币 百万)	135
净负债比率 (%) (2010E)	71

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)	70,010	50,412	64,292	73,943	84,731
变动 (%)	43	(28)	28	15	15
净利润 (人民币 百万)	710	392	779	1,511	2,269
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.098	0.051	0.101	0.196	0.295
变动 (%)	(73.7)	(48.1)	98.5	93.9	50.2
市场预测每股收益 (人民币)	-	0.075	0.327	0.428	0.405
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.386	0.518	-
调整幅度 (%)	-	-	(73.8)	(62.1)	n.a.
核心每股收益 (人民币)	0.098	0.051	0.101	0.196	0.295
变动 (%)	(73.7)	(48.1)	98.5	93.9	50.2
全面摊薄市盈率 (倍)	41.0	79.0	39.8	20.5	13.7
核心市盈率 (倍)	41.0	79.0	39.8	20.5	13.7
每股现金流量 (人民币)	0.96	(0.18)	0.82	0.86	1.06
价格/每股现金流量 (倍)	4.2	n.m.	4.9	4.7	3.8
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.9	7.2	7.3	6.2	5.4
每股股息 (人民币)	0.000	0.021	0.035	0.069	0.103
股息率 (%)	0.0	0.5	0.9	1.7	2.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

09年净利润同比下降 45%

在香港会计准则下，09年马钢股份净利润同比下降 45% 至 3.92 亿人民币（加权平均每股收益同比增长 45% 至 0.051 元），业绩低于我们预期的 4.59 亿人民币 15%，低于市场共识预期 5.24 亿人民币 25%。实际业绩与我们预期之间的差距主要来自于较高的利息费用。与 09 年 3 季度净利润 8.02 亿人民币相比，4 季度净利润环比下降 48% 至 3.85 亿人民币，这主要由于钢价出现环比调整。与去年一样，公司未宣布派息。今后，我们对于铁矿石成本的上升更为担忧，认为国内钢价的上涨可能难以抵消原材料成本的上升。我们因此将 2010、11 年盈利预测下调 74% 与 62%。

价格下跌拖累 09 年利润

报告期内，马钢营业收入同比下降 28% 至 504.12 亿人民币，这主要是由于钢价同比下降 28%。销量仍然维持在 1,410 万吨。销售成本同比下降 28% 至 476.75 亿人民币。单位成本由 4,662 元/吨同比下降 27.6% 至 3,376 元/吨。均价由 4,962 元/吨同比下降 28% 至 3,570 元/吨。期内，销售费用下降 61%，财务费用同比下降 45%，但下降幅度不足以弥补产品价格的下滑。因此，利润率受到挤压。营业利润率由 08 年的 3.5% 下降至 2.7%，而净利率由 1.0% 降低至 0.8%。

钢价温和上涨

近期钢价呈现成本驱动型的涨势，而社会库存已经连续第三周下降，反映出钢材需求的提升。铁矿石价格的强劲上涨可能在短期内拉动钢价上升。尽管如此，我们认为钢价上升空间有限，这是由于下游需求回升缓慢、信贷紧缩以及库存水平较高，而这些因素都会挤压近期内钢企的盈利能力。

图表 2. 国内钢价走势

钢材	现价 26/3/2010 (人民币/吨)	2010 年以来平均水平 / 09 年平均水平		
		1周 (%)	1个月 (%)	09 年平均水平 (%)
钢筋	4,178	1.7	10.9	4.9
线材	4,229	2.0	10.4	7.2
普通板	4,446	2.0	13.3	11.7
热轧板	4,302	0.9	11.0	6.1
冷轧板	6,065	0.9	8.0	20.4

资料来源：中国物流信息中心，中银国际研究预测

图表 3. 业绩摘要 (A 股)

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
营业收入	71,259	51,860	(27)
营业成本	(65,154)	(49,107)	(25)
营业税及附加	(778)	(219)	(72)
毛利润	5,326	2,534	(52)
其他收入	(1,597)	147	n.m.
销售费用	(367)	(229)	(38)
管理费用	(1,093)	(1,138)	4
财务费用	(1,576)	(939)	(40)
营业利润	694	374	(46)
营业外收入	122	192	57
营业外支出	(10)	(3)	(69)
税前利润	806	563	(30)
税金	(75)	(29)	(61)
税后利润	731	534	(27)
少数股东损益	(21)	(141)	573
净利润	710	392	(45)
盈利能力(%)			
毛利率	7.5	4.9	
经营利润率	1.0	0.7	
净利率	1.0	0.8	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 4. 业绩摘要 (H 股)

(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动%
经营收入	70,010	50,412	(28)
销售成本	(65,778)	(47,675)	(28)
毛利润	4,232	2,737	(35)
其他经营收入	315	308	(2)
销售费用	(1,145)	(449)	(61)
管理费用	(951)	(1,171)	23
其他经营费用	(4)	(42)	1,030
经营利润	2,447	1,384	(43)
财务成本	(1,840)	(1,004)	(45)
应占联营公司利润	199	183	(8)
税前利润	806	563	(30)
税金	(75)	(29)	(61)
税后利润	731	534	(27)
少数股东权益	(21)	(141)	573
净利润	710	392	(45)
盈利能力(%)			
毛利率	6.0	5.4	
经营利润率	3.5	2.7	
净利率	1.0	0.8	

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

新的季度定价机制下，铁矿石成本上升

《金融时报》报道，巴西淡水河谷(VALE.US/美元 32.29, 未有评级)及必和必拓昨日与中国及日本钢企达成协议，以季度定价机制取代实行 40 年之久的年度基准定价制度。新的定价机制将使得 4-6 月亚洲钢企的铁矿石成本上升至 110-120 美元/吨，较 2009-10 合同价格 65 美元/吨高 80%-100%。根据《金融时报》的报道，新日铁等领先的日本钢企以及宝钢股份(600019.SS/人民币 8.01, 买入)等中国钢企已经签署了季度价合约。欧洲钢企尚未签署季度价。力拓并未宣布新的合同，但市场预期也将很快出台。新的定价机制说明，由于现价继续攀升，铁矿石成本可能进一步上升。昨日，澳大利亚铁矿石现货价格达到 18 个月的新高 153.6 美元/吨。

我们认为季度价对于中国钢企是一次打击，不过他们已经上调了钢价，但考虑到产能过剩以及家电及造船厂等终端用户利润率较低，我们认为中国的钢企难以将铁矿石成本上升的部分完全转嫁出去。为了降低进口铁矿石价格上升的负面影响，中国的钢企可能会更多地依靠国内的铁矿石供应，以控制铁矿石成本的上升幅度。我们因此将今年铁矿石价格涨幅预测由之前的 20% 提高至 40%。

估值

在调整盈利预测之后，基于 1 倍 2010 年市净率，我们将 A 股目标价由 7.32 元下调至 3.49 元；参考 0.79 倍的 2010 年市净率，将 H 股目标价由 6.25 港币下调至 3.12 港币。我们将 A、H 股评级由买入下调至卖出。

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	71,260	51,860	64,292	73,943	84,731
销售成本	(65,932)	(49,326)	(55,486)	(63,645)	(72,781)
经营费用	1,511	3,484	(2,557)	(2,902)	(3,342)
经营利润(息税前利润)	2,269	1,166	1,076	1,915	2,634
折旧及摊销	(4,569)	(4,851)	(5,174)	(5,481)	(5,974)
息税折旧前利润	6,839	6,018	6,249	7,396	8,608
净利息收入/(费用)	(1,576)	(939)	(982)	(976)	(977)
其他收益/(损失)	285	336	790	753	753
税前利润	979	563	883	1,692	2,411
所得税	(75)	(29)	(82)	(157)	(223)
少数股东权益	(21)	(141)	(23)	(24)	(26)
净利润	883	392	778	1,511	2,162
核心净利润	883	392	778	1,511	2,162
每股收益(人民币)	0.122	0.051	0.101	0.196	0.281
核心每股收益(人民币)	0.122	0.051	0.101	0.196	0.281
每股股息(人民币)	0.000	0.021	0.035	0.069	0.103
收入增长(%)	41	(27)	24	15	15
息税前利润增长(%)	(42)	(49)	(8)	78	38
息税折旧前利润增长(%)	(5)	(12)	4	18	16
每股收益增长(%)	(67)	(58)	98	94	43
核心每股收益增长(%)	(67)	(58)	98	94	43

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	5,952	8,700	2,763	3,096	2,692
应收帐款	627	823	3,775	3,160	6,094
库存	9,848	8,989	12,685	14,550	16,639
其他流动资产	2,814	5,538	2,586	2,974	3,408
流动资产总计	19,241	24,051	21,808	23,781	28,832
固定资产	43,524	40,294	38,978	39,514	39,558
无形资产	1,851	1,856	1,517	1,517	1,517
其他长期资产	1,529	1,784	22,101	21,600	21,600
长期资产总计	46,904	43,934	62,596	62,631	62,675
总资产	66,145	67,984	84,404	86,412	91,508
应付帐款	13,141	11,715	22,214	25,480	29,137
短期债务	1,378	1,173	1,378	1,378	1,378
其他流动负债	3,862	8,561	743	818	884
流动负债总计	18,380	21,450	24,334	27,676	31,399
长期借款	20,659	18,769	21,500	21,500	21,500
其他长期负债	578	580	11,207	8,874	8,862
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
储备	18,306	18,764	19,143	20,141	21,525
股东权益	26,007	26,465	26,843	27,842	29,226
少数股东权益	520	720	520	520	520
总负债及权益	66,145	67,984	84,404	86,412	91,508
每股帐面价值(人民币)	3.38	3.44	3.49	3.62	3.80
每股有形资产(人民币)	3.14	3.20	3.29	3.42	3.60
每股净负债/(现金)(人民币)	2.09	1.46	2.61	2.57	2.62

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	979	563	883	1,692	2,411
折旧与摊销	4,569	4,851	5,174	5,481	5,974
净利息费用	1,576	939	982	976	977
运营资本变动	660	984	(787)	1,703	(1,732)
税金	(686)	(75)	(49)	(82)	(157)
其他经营现金流	1,497	(887)	(883)	(753)	(753)
经营活动产生的现金流	8,595	6,376	5,321	9,017	6,719
购买固定资产净值	(3,523)	(2,000)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
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	(3,523)	(2,000)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
净增权益	3,056	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(1,129)	0	(161)	(273)	(529)
其他融资现金流	(7,341)	(1,627)	1,697	(2,411)	(595)
融资活动产生的现金流	(5,414)	(1,627)	1,537	(2,683)	(1,124)
现金变动	(343)	2,749	858	333	(404)
期初现金	6,294	5,951	8,700	2,763	3,096
公司自由现金流	5,187	4,491	(640)	3,040	749
权益自由现金流	3,993	2,627	(1,646)	2,034	(257)

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
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.6	11.6	9.7	10.0	10.2
息税前利润率	3.2	2.2	1.7	2.6	3.1
税前利润率	1.4	1.1	1.4	2.3	2.8
净利率	1.2	0.8	1.2	2.0	2.6
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	0.9	0.9	0.9
利息覆盖率	1.4	1.2	1.1	1.9	2.6
净权益负债率(%)	60.6	41.4	73.5	69.7	67.9
速动比率	0.5	0.7	0.4	0.3	0.4
估值(倍)					
市盈率	35.2	84.4	42.5	21.9	15.3
核心业务市盈率	35.2	84.4	42.5	21.9	15.3
目标价对应核心业务市盈率	28.5	68.4	34.5	17.8	12.4
市净率	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1
价格/现金流	3.6	5.2	6.2	3.7	4.9
企业价值/息税折旧前利润	7.3	7.5	8.6	7.2	6.3
周转率					
存货周转天数	53.9	69.7	71.3	78.1	78.2
应收帐款周转天数	4.3	5.1	13.1	17.1	19.9
应付帐款周转天数	70.3	87.5	96.3	117.7	117.6
回报率(%)					
股息支付率	0.0	40.9	35.0	35.0	36.7
净资产收益率	3.6	1.5	2.9	5.5	7.6
资产收益率	3.1	1.6	1.3	2.0	2.7
已运用资本收益率	4.6	2.4	2.3	3.8	5.1

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	70,010	50,412	64,292	73,943	84,731
销售成本	(65,778)	(47,675)	(55,486)	(63,645)	(72,781)
经营费用	2,669	3,185	(1,859)	(2,148)	(2,471)
经营利润(息税前利润)	2,331	1,118	1,866	2,668	3,506
折旧及摊销	(4,569)	(4,804)	(5,081)	(5,481)	(5,974)
息税折旧前利润	6,900	5,922	6,947	8,149	9,479
净利息收入/(费用)	(1,725)	(1,004)	(982)	(976)	(977)
其他收益/(损失)	199	449	0	0	0
税前利润	806	563	884	1,692	2,529
所得税	(75)	(29)	(82)	(157)	(234)
少数股东权益	(21)	(141)	(23)	(24)	(26)
净利润	710	392	779	1,511	2,269
核心净利润	710	392	779	1,511	2,269
每股收益(人民币)	0.098	0.051	0.101	0.196	0.295
核心每股收益(人民币)	0.098	0.051	0.101	0.196	0.295
每股股息(人民币)	0.000	0.021	0.035	0.069	0.103
收入增长(%)	43	(28)	28	15	15
息税前利润增长(%)	(38)	(52)	67	43	31
息税折旧前利润增长(%)	(2)	(14)	17	17	16
每股收益增长(%)	(74)	(48)	99	94	50
核心每股收益增长(%)	(74)	(48)	99	94	50

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	5,951	8,700	2,763	3,096	2,692
应收帐款	1,894	5,244	1,862	1,956	2,053
库存	9,703	8,836	12,188	13,980	15,987
其他流动资产	1,839	1,412	6,828	7,853	8,999
流动资产总计	19,386	24,192	23,641	26,885	29,731
固定资产	40,769	40,294	38,920	39,456	39,501
无形资产	85	109	83	82	81
其他长期资产	6,043	3,530	4,288	2,943	3,598
长期资产总计	46,897	43,934	43,291	42,481	43,179
总资产	66,284	68,126	66,932	69,366	72,910
应付帐款	8,574	11,715	12,088	13,866	15,856
短期债务	1,378	1,989	1,378	1,378	1,378
其他流动负债	8,574	7,887	4,410	4,085	4,164
流动负债总计	18,526	21,592	17,876	19,329	21,398
长期借款	20,659	18,769	20,659	20,659	20,659
其他长期负债	571	580	1,065	1,065	1,065
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
储备	18,306	18,764	19,111	20,093	21,568
股东权益	26,007	26,465	26,812	27,794	29,269
少数股东权益	520	720	520	520	520
总负债及权益	66,284	68,126	66,932	69,366	72,910
每股帐面价值(人民币)	3.38	3.44	3.48	3.61	3.80
每股有形资产(人民币)	3.37	3.42	3.47	3.60	3.79
每股净负债/(现金)(人民币)	2.09	1.57	2.50	2.46	2.51

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	806	563	884	1,692	2,529
折旧与摊销	4,569	4,804	5,081	5,481	5,974
净利息费用	1,725	1,004	982	976	977
运营资本变动	660	(7,497)	(596)	(1,458)	(1,181)
税金	(686)	(75)	(49)	(82)	(157)
其他经营现金流	(127)	(183)	0	0	0
经营活动产生的现金流	6,947	(1,383)	6,302	6,609	8,142
购买固定资产净值	(3,523)	(2,000)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
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	(3,523)	(2,000)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
净增权益	3,056	0	0	0	0
净增债务	(5,428)	0	0	0	0
支付股息	(1,129)	0	(161)	(273)	(529)
其他融资现金流	(262)	6,132	716	(3)	(2,017)
融资活动产生的现金流	(3,764)	6,132	556	(276)	(2,546)
现金变动	(341)	2,749	858	333	(404)
期初现金	6,292	5,951	8,700	2,763	3,096
公司自由现金流	3,539	(3,267)	341	633	2,171
权益自由现金流	(3,046)	(5,108)	(665)	(373)	1,165

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	11.7	10.8	11.0	11.2
息税前利润率	3.3	2.2	2.9	3.6	4.1
税前利润率	1.2	1.1	1.4	2.3	3.0
净利率	1.0	0.8	1.2	2.0	2.7
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率	1.3	1.1	1.9	2.7	3.5
净权益负债率(%)	60.6	44.4	70.5	66.9	64.9
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6
估值(倍)					
市盈率	41.0	79.0	39.8	20.5	13.7
核心业务市盈率	41.0	79.0	39.8	20.5	13.7
目标价对应核心业务市盈率	27.9	53.9	27.1	14.0	9.3
市净率	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
价格/现金流	4.2	n.m.	4.9	4.7	3.8
企业价值/息税折旧前利润	6.9	7.2	7.3	6.2	5.4
周转率					
存货周转天数	53.4	71.0	69.2	75.0	75.1
应收账款周转天数	10.2	25.8	20.2	9.4	8.6
应付帐款周转天数	47.0	73.5	67.6	64.1	64.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	40.9	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	2.9	1.5	2.9	5.5	8.0
资产收益率	3.1	1.6	2.5	3.6	4.5
已运用资本收益率	4.9	2.3	3.9	5.4	6.9

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 2010 年 3 月 29 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，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票据的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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 Advisers 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 2010 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