2010 年 3 月 30 日

锡业股份

锡市场基本面有望进一步改善

买入

A

000960.SZ – 人民币 22.19

目标价格: 人民币 27.30(49.00)

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

锡业股份公告 09 年净利润同比增长 471%至 1.34 亿人民币，盈利同比上升主要是得益于资产减值损失和财务费用分别较上年大幅减少 2.87 亿元和 1.3 亿元。09 年净利润比我们的预测低 29%，主要是 09 年 4 季度净利润环比大幅减少 64%，这可能是由于市场需求减弱使得公司产品销量下降。公司公布每 10 股派发现金红利 1 元。我们将 2010-11 年盈利预测分别下调 13%和 7%，由于配股摊薄的原因，每股收益预测分别下调 28%和 24%。锡业股份是全球最大的锡生产商，公司所在地以及郴州地区也有较多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。我们预计今后锡市场基本面将进一步改善，但由于盈利预测下调以及 A 股有色金属公司估值下降，我们将目标价格由 49.00 元人民币下调为 27.3 元。我们对该股维持*买入*评级。

支撑评级的要点

- 锡需求回暖并带动锡价走高；
- 内地经济增速高于预期；
- 公司有较丰富的锡资源。

评级面临的主要风险

- 锡价在库存升高的压力下可能有所回落；
- 锡深加工产品的市场开拓可能仍不顺利；
- 生产成本进一步下降的空间有限。

估值

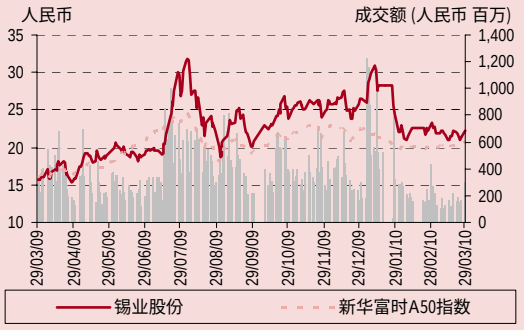
- 我们将目标价格由 49.00 元人民币下调为 27.30 元，这是基于约 5.2 倍 10 年市净率（大约相当于 08 年底以来的中间水平）。我们对该股维持*买入*评级。

图表 1.投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	8,881	6,908	9,123	10,675	12,100
变动 (%)	*8*	*(22)*	*32*	*17*	*13*
净利润 (人民币 百万)	24	134	394	485	510
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.035	0.202	0.486	0.589	0.636
变动 (%)	*(96.1)*	*470.6*	*141.0*	*21.1*	*7.9*
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.222	0.569	0.708	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.675	0.777	-
调整幅度 (%)	-	-	*(28.0)*	*(24.2)*	*N/A*
核心每股收益 (人民币)	0.035	0.202	0.486	0.589	0.636
变动 (%)	*(96.1)*	*470.6*	*141.0*	*21.1*	*7.9*
全面摊薄市盈率 (倍)	627.1	109.9	45.6	37.7	34.9
核心市盈率 (倍	627.1	109.9	45.6	37.7	34.9
每股现金流量 (人民币)	1.68	0.68	1.66	0.66	0.75
价格/每股现金流量 (倍)	13.2	32.5	13.4	33.7	29.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	41.1	39.6	24.3	20.5	20.2
每股股息 (人民币)	0.024	0.118	0.289	0.403	0.424
股息率 (%)	0.1	0.5	1.3	1.8	1.9

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



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(16)	(0)	(14)	39
相对新华富时 A50 指数 (%)	(8)	(4)	(9)	9

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	801
流通股 (%)	50
流通股市值 (人民币百万)	8,961
3 个月日均交易额 (人民币百万)	277
净负债比率 (%)	55
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

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>， 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

09 年净利润同比增长 471%，低于预期。锡业股份公告 09 年净利润同比增长 471%至 1.34 亿人民币（每股收益同比增长 471%至 0.21 元），毛利率为 11.6%，略低于 08 年的 12.1%，但我们注意到国内锡价格 09 年同比下降约 27%，盈利同比上升主要是得益于资产减值损失和财务费用分别较上年大幅减少 2.87 亿元和 1.3 亿元。公司 09 年净利润比我们的预测低 29%，主要是 4 季度盈利大幅低于我们预期。公司公布了每 10 股派发现金红利 1 元的分红方案。

4 季度净利润环比大幅下滑 64%。从季度业绩来看，09 年 4 季度净利润为 4,655 万人民币，环比大幅减少 64%，毛利率也由 3 季度的 15.7%下滑至 10.6%。由于 4 季度国内锡价环比小幅上涨近 1-2%，因此盈利下滑幅度有点出乎我们意料。参考 4 季度公司有色金属总产量环比下滑近 26%，我们估计业绩下降可能是由于市场需求减弱使得公司产品销量下降，另外，4 季度原材料成本上升也拖累了盈利。

图表 2.季度利润及毛利率

	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度
净利润(人民币 百万)	167.3	195.2	136	(472)	(111.9)	70.59	129	47
毛利率(%)	15.4	15.7	13.9	(5.9)	3.6	14.5	15.7	10.6

资料来源：公司数据

09 年有色金属总量同比下降，但 10 年计划产量大幅提高。2009 年，公司完成有色金属总产量 88,481 吨，同比下降 6.33%，未完成 09 年年初制定的 91,594 吨的产量计划；完成锡化工产品 10,497 吨，同比下降 19.82 %，低于 13,370 吨的计划产量；完成锡材产品 14,437 吨，同比下降 22.27 %，也低于 17,000 吨的计划产量。2010 年，公司计划生产有色金属总产量 119,093 吨，较 09 年实际产量上升 34.5%，深加工锡化工产品 11,000 吨，同比上升 5%，锡材产品 16,000 吨，同比上升 10.8%。

新矿投产可增加自有矿产量。老厂分公司白龙井矿段硫化铜锡矿 1,100 吨/日开采工程(07 年 5 月发行可转换公司债的募集资金投资项目)在 2009 年 3 月达到预定可使用状态，可年新增铜矿（含铜量）4,871 吨；投资 1.594 亿元的郴州屋场坪锡矿 1,500 吨/日采选工程（2010 年 1 月配股的募投项目）也在 2009 年 8 月份正式投产，可年新增锡矿（含锡量）1,388 吨，铜精矿（含铜量）639 吨。我们估计这两个项目完成后，公司自产的锡矿和铜矿年产量可分别增长约 8%和 30%。另外，郴州是中国锡资源的三大富集地之一（另外两个是云南个旧和广西大厂），但郴州地区的锡矿开采很分散，除公司外没有大规模的锡生产企业。公司希望通过郴州采选工程的建设，以此作为平台整合郴州地区优质的锡矿资源，在郴州形成采、选、冶、深加工完善的生产体系，成为除个旧以外的最重要的生产基地。

锡下游深加工业务 09 年未能贡献利润。继成为世界最大的锡生产基地之后，公司力争在“十一五”期间成为世界一流的锡材加工中心和锡化工中心。但 2009 年公司的锡深加工业务未能贡献利润，其中虽然锡化学品公司 09 年实现利润 272 万元（低于 08 年的 729 万元），锡材公司实现净利润 117 万元（低于 08 年的 745 万元），但微电子材料有限公司（生产集成电路球状数组构装高精度锡球相关的产品）09 年亏损了 560 万元（08 年亏损 628 万元）。由此可见，深加工产品的市场开拓和推广并不容易，需要花费更多时间和较大成本，因此，短期内这些项目并不能给公司带来盈利，反而将占用公司的一部分资金，增加成本和费用。另外，为实现公司建设“世界锡材中心”的战略目标，公司计划在郴州建设 5,000 吨/年的锡材产品生产基地（10 年 1 月配股的募投项目），生产无铅焊条、无铅焊丝、无铅锡（焊锡）阳极、锡球等产品，项目总投资为 12,005.13 万元，预计 2010 年 12 月完工。

进一步扩大锡冶炼能力。公司还计划投资 7 万吨/年锡冶炼系统技改项目（10 年 1 月配股的募投项目），对个旧冶炼分公司的粗锡冶炼系统、富锡炉渣冶炼系统以及锡精炼系统进行改造。项目完成后，冶炼分公司的粗锡产能可增加 30-35%，达到 6.5 万吨/年，精锡产能由 40,000 吨/年（实际产量估计可达到 4.8 万吨/年）提升至 6.4 万吨/年，项目总投资为 4.34 亿元，该项目在 2009 年 12 月已基本完工，目前处于设备调试阶段。

业务扩展至铅和铜。由于公司所在的个旧地区有色金属资源丰富，保有各种级别的有色金属储量 180 万吨，其中锡 56.9 万吨，铜 57.5 万吨，铅 38.6 万吨，因此公司计划向锡以外的有色金属行业发展，形成以锡产业为主，铜、铅等多种产业共同发展的局面。公司现有 2 万吨铅产能，但生产规模较小、工艺技术较为落后，公司在 09 年 6 月成立了云南锡业铅有限责任公司，进行铅冶炼系统 10 万吨/年技改扩建，预计在 2010 年 5 月份完工完工。公司在锡矿开采过程中有大量的伴生铅矿，因此这次技改扩建工程投产后，公司的铅矿自给率能达到 30%以上。此外，公司还有一个 10 万吨铜冶炼项目，估计投资额达 22 亿元，目前正在作前期的基建工作，等待环评的结果，我们估计该项目至少要 2013 年以后才能投产。

完成配股。2010 年 1 月 25 日公司完成了配股，按照每 10 股配 2.4 股的比例向全体股东进行了配售，配股价格 8.98 元/股，公司控股股东云南锡业集团全额认购了所配股份的承诺，募集资金净额为 13.2 亿元，主要投资于上述的项目。

资本开支计划。公司 2010 年固定资产投资计划共计 3.6,78 亿元，其中 3.1 亿元投资于矿山及选厂，占总投资的 84.36%。我们估计这主要是对矿山设备作技改，矿山产量可能不一定会有较多提高。

2010 年全球锡市场基本面将大为改善。从全球锡的供应来看，国际上主要的锡生产国印尼在 09 年 8 月底对非法采矿加大打击力度，使得小型矿山停产，仅排名前两位的天马和科巴两家公司的矿山能够继续生产（后在 10 月初由于印尼矿工及贸易商的抗议，政府同意小矿山复产），这使得去年 4 季度全球锡的供应较为紧张。2010 年印尼可能仍将进一步打击非法采矿，再加上印尼矿山在长年大量开采后品位不断下降，现有设备较简陋，无法进一步提升产量，因此估计 2010 年印尼产量会有所下降。而以目前资源状况来看，中国矿产量未来增幅十分有限，因此 2010 年中国产量可能也会略有下降。另外从需求方面看，预计中国的家电下乡、以旧换新政策将推动彩电等家用电器市场继续增长，而 3G 全面商用可促使移动电话用户增加，这些将带动集成电路的增长并进而增加国内锡的消费。从全球看，2010 年全球经济也在逐步复苏中，有利于增加电子产品的消费，根据 IDC、Gartner 等市场研究机构预测，2010 年全球彩电出货量比 2009 年将增长 6%，手机将增长 12%，微型计算机将增长 12%，SIA 预计集成电路将增长 10%以上。因此，我们相信在供应无法进一步增加而需求进一步恢复的状况下，2010 年全球锡的基本面情况将得到比较大的改观，市场甚至有可能从过剩转为短缺。因此我们对 2010 年的锡价相对较为乐观。但是由于中国市场上巨大的隐性库存（据安泰科估计，目前国内库存估计在 1.2 万吨以上，约占中国年消费量的 10%，其中生产企业库存在 1 万吨左右，贸易商手中大约有 2 千吨左右的锡锭），这可能会限制国内锡价的上涨幅度。

1 季度盈利可能有所改善。云南、广西等主要锡产区正在经历旱灾造成的水电供应短缺，但根据安泰科报道，大多数锡生产企业并没有受到影响，开采、冶炼等生产活动仍然能够正常进行，但个旧地区的铅冶炼企业由于缺少水电大部分停产，我们估计锡业股份的铅冶炼可能也会受到一定影响。从销售来看，由于受春节等因素影响，1 季度的市场需求可能较去年 4 季度不会有明显起色。另一方面，随着锡价在 2 月中旬以来逐步恢复，我们预计 1 季度国内市场锡均价可能较上季度上升约 17%，因此总体看我们估计公司 1 季度的盈利情况可能略好于 09 年 4 季度。另外，如果 4 月份云南的干旱不会对公司生产造成进一步影响，随着下游电子产品消费高峰到来，我们预计 2 季度锡价和公司盈利状况可能会有更好表现。

下调盈利预测。由于去年 4 季度以来锡价整体表现好于我们预期以及对今后锡市场基本面进一步改善的判断，我们将 2010-11 年的锡价假设调高 11-13%，但由于公司 4 季度盈利低于我们预期、公司深加工产品市场拓展效果也不如我们预期，另外我们还担心今后公司可能计提一些新的资产类损失，因此我们将 2010-11 年盈利预测分别下调 13%和 7%，由于配股摊薄的原因，2010-11 每股收益预测下调 28%和 24%。

图表 3.锡价格假设

（人民币/吨）	2010E	2011E	2012E
原假设	119,900	125,895	n/a
新假设	133,781	142,757	147,592
变化(%)	11.6	13.4	17.2

资料来源：公司数据

维持买入评级。锡业股份是全球最大的锡生产商，公司所在地以及郴州地区也有较多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。我们预计今后锡市场基本面将进一步改善，但由于盈利预测下调以及 A 股有色金属公司估值下降，我们将目标价格由 49.00 元人民币下调为 27.30 元，这是基于约 5.2 倍 10 年市净率（大约相当于 08 年底以来的中间水平），我们对该股维持***买入***评级。

图表 4. 09 年业绩摘要

(人民币 百万)	08 年	09 年	同比变化%
销售收入	9,164	7,155	(22)
销售成本	(8,006)	(6,281)	(22)
营业税	(46)	(43)	(6)
毛利润	1,113	831	(25)
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(125)	(121)	(3)
管理费用	(346)	(328)	(5)
资产减值损失	(348)	(61)	(82)
经营利润	294	322	10
财务费用	(312)	(182)	(42)
投资收入	5	(2)	n/a
其它非营业收入	2	21	736
税前利润	(10.6)	158.3	n/a
税金	32	(27)	n/a
少数股东权益	2	3	47
净利润	23.5	134.4	471
全面摊薄每股收益	0.036	0.207	471
盈利能力 (%)			
毛利率	12.1	11.6	
经营利润率	3.2	4.5	
净利率	0.3	1.9	

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	8,881	6,908	9,123	10,675	12,100
销售成本	(7,783)	(6,086)	(7,833)	(9,149)	(10,464)
经营费用	(659)	(352)	(462)	(515)	(560)
息税折旧前利润	438	471	829	1,010	1,075
折旧及摊销	(145)	(149)	(172)	(187)	218
经营利润 (息税前利润)	294	322	657	823	857
净利息收入/(费用)	(290)	(182)	(199)	(184)	(185)
其他收益/(损失)	(14)	19	4	4	4
税前利润	(11)	158	461	643	676
所得税	32	(27)	(69)	(161)	(169)
少数股东权益	2	3	2	2	3
净利润	24	134	394	485	510
核心净利润	24	134	394	485	510
每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.486	0.589	0.636
核心每股收益(人民币)	0.035	0.202	0.486	0.589	0.636
每股股息(人民币)	0.024	0.118	0.289	0.403	0.424
收入增长(%)	8	(22)	32	17	13
息税前利润增长(%)	(65)	10	104	25	4
息税折旧前利润增长(%)	(53)	7	76	22	6
每股收益增长(%)	(96)	471	141	21	8
核心每股收益增长(%)	(96)	471	141	21	8

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(11)	158	461	643	676
折旧与摊销	145	149	172	187	218
净利息费用	290	182	199	184	185
运营资本变动	713	121	214	(341)	(311)
税金	(68)	(158)	159	(145)	(168)
其他经营现金流	21	(8)	(1)	(1)	(1)
经营活动产生的现金流	1,091	445	1,204	527	599
购买固定资产净值	(942)	(877)	(367)	(799)	(1,199)
投资减少/增加	126	20	0	0	0
其他投资现金流	0	(15)	15	0	0
投资活动产生的现金流	(816)	(873)	(352)	(799)	(1,199)
净增权益	0	0	1,320	0	0
净增债务	(214)	526	0	(595)	549
支付股息	(54)	(13)	(65)	(197)	(242)
其他融资现金流	(166)	(156)	(249)	(183)	(184)
融资活动产生的现金流	(434)	357	1,006	(976)	122
现金变动	(159)	(71)	1,858	(1,248)	(478)
期初现金	498	339	268	2,126	878
公司自由现金流	283	(424)	859	(264)	(592)
权益自由现金流	(248)	(84)	638	(1,051)	(236)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	339	268	2,126	878	400
应收帐款	427	704	679	794	900
库存	2,091	1,776	1,669	1,953	2,214
其他流动资产	308	236	306	357	408
流动资产总计	3,165	2,985	4,779	3,982	3,922
固定资产	3,156	3,883	4,079	4,691	5,673
无形资产	477	466	465	464	464
其他长期资产	76	68	0	0	0
长期资产总计	3,708	4,416	4,543	5,156	6,137
总资产	6,872	7,402	9,323	9,138	10,059
应付帐款	313	287	370	432	494
短期债务	2,873	2,535	2,535	1,940	1,940
其他流动负债	174	62	293	356	401
流动负债总计	3,360	2,885	3,198	2,727	2,835
长期借款	1,046	1,909	1,909	1,909	2,458
其他长期负债	17	38	0	0	0
股本	651	651	801	801	801
储备	1,794	1,916	3,415	3,702	3,970
股东权益	2,444	2,567	4,216	4,504	4,771
少数股东权益	5	2	0	(2)	(5)
总负债及权益	6,872	7,402	9,323	9,138	10,059
每股帐面价值(人民币)	3.76	3.95	5.26	5.62	5.95
每股有形资产(人民币)	3.02	3.23	4.68	5.04	5.37
每股净负债/(现金)(人民币)	5.50	6.42	2.89	3.71	4.99

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	4.9	6.8	9.1	9.5	8.9
息税前利润率	3.3	4.7	7.2	7.7	7.1
税前利润率	(0.1)	2.3	5.1	6.0	5.6
净利率	0.3	1.9	4.3	4.5	4.2
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.0	1.5	1.5	1.4
利息覆盖率	1.0	1.7	3.2	4.3	4.4
净权益负债率(%)	146.1	162.6	55.0	66.0	83.9
速动比率	0.3	0.4	1.0	0.7	0.6
估值(倍)					
市盈率	627.1	109.9	45.6	37.7	34.9
核心业务市盈率	627.1	109.9	45.6	37.7	34.9
目标价对应核心业务市盈率	771.5	135.2	56.1	46.3	42.9
市净率	5.9	5.6	4.2	3.9	3.7
价格/现金流	13.2	32.5	13.4	33.7	29.7
企业价值/息税折旧前利润	41.1	39.6	24.3	20.5	20.2
周转率					
存货周转天数	95.2	116.0	80.3	72.2	62.8
应收帐款周转天数	32.5	29.9	27.7	25.2	25.6
应付帐款周转天数	11.1	15.9	13.1	13.7	14.0
回报率(%)					
股息支付率	65.1	57.0	58.8	66.7	66.7
净资产收益率	1.0	5.4	11.6	11.1	11.0
资产收益率	4.3	3.7	6.7	6.7	6.7
已运用资本收益率	4.7	4.9	8.5	9.8	9.9

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(iii)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。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：中海油。

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準则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 26 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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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