

2010年5月4日

兖州煤业

澳洲开征新税的负面影响或没有想象中严重

A
买入
 600188.SS - 人民币 23.73
 目标价格: 人民币 30.82

H
买入
 1171.HK - 港币 20.90
 目标价格: 港币 25.71

由于澳洲政府拟开征资源暴利税的消息, 昨日盘中兖州煤业 H 股股价一度下挫 8%。虽然开征资源暴利税的确会给公司盈利带来负面影响, 但是影响应该比澳洲业务净利润削减 40% 要小。此外, 在征询意见期内, 此举也会招来其他澳洲大型矿业公司的强烈反对。目前, 我们维持盈利预测和买入评级不变。

刘志成, CFA

(852) 2905 2130

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

支撑评级的要点

- 昨日 H 股股价大幅下挫 6%, 已充分反映了利空消息的负面影响;
- 与其他 H 股煤业公司相比, 该股估值仍然较为低廉;
- 由于计划 2012 年前拆分澳洲业务, 因此开征资源暴利税对盈利的影响可能小于我们估计的最坏情境 (2012 年减少 6%, 2013 年减少 13%)。

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 (%)	3	14	16	67
相对新华富时 A50 指数 (%)	20	24	21	55

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)	4,918
流通股 (%)	7
流通股市值 (人民币 百万)	8,520
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	195
净负债比率 (%) (2010E)	22
主要股东 (%)	
兖矿集团	53

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

评级面临的主要风险

- 煤炭现货价格大幅下跌;
- 经营成本持续上涨。

估值

- 我们维持 25.71 港币的 H 股目标价, 对应 15 倍 2010 年预期市盈率;
- 同时我们维持 A 股目标价 30.82 人民币, 仍较 H 股溢价 37% (A-H 股三个月平均溢价水平)。

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)	26,353	21,500	32,373	40,212	41,940
变动 (%)	59	(18)	51	24	4
净利润 (人民币 百万)	6,324	3,880	7,064	9,221	9,420
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.286	0.789	1.436	1.875	1.915
变动 (%)	134.8	(38.6)	82.0	30.5	2.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.133	1.336	1.865
全面摊薄市盈率 (倍)	18.5	30.1	16.5	12.7	12.4
每股现金流量 (人民币)	1.56	1.22	1.76	2.32	2.66
价格/每股现金流量 (倍)	15.2	19.4	13.5	10.2	8.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.6	18.5	9.5	7.1	6.5
每股股息 (人民币)	0.400	0.250	0.450	0.580	0.590
股息率 (%)	1.7	1.1	1.9	2.4	2.5

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 <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

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(%)	22	10	31	185
相对恒生中国 企业指数(%)	28	16	30	154

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)	4,918
流通股 (%)	40
流通股市值 (港币 百万)	40,912
3 个月日均交易额 (港币 百万)	292
净负债比率 (%) (2010E)	20

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)	24,394	19,850	29,889	37,125	38,721
变动 (%)	68	(19)	51	24	4
净利润 (人民币 百万)	6,489	4,117	7,378	9,596	9,809
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.319	0.837	1.500	1.951	1.994
变动 (%)	100.9	(36.5)	79.2	30.1	2.2
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.218	1.384	1.500
全面摊薄市盈率 (倍)	13.9	21.9	12.2	9.4	9.2
每股现金流量 (人民币)	1.42	1.30	1.81	2.32	2.66
价格/每股现金流量 (倍)	12.9	14.2	10.2	7.9	6.9
企业价值/息税折旧前 利润(倍)	8.2	14.0	7.5	5.3	4.7
每股股息 (人民币)	0.400	0.250	0.450	0.580	0.590
股息率 (%)	2.2	1.4	2.4	3.2	3.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

澳洲拟开征资源暴利税

作为全面税制改革计划的一部分，澳洲政府拟开始征收资源暴利税。根据提案，在澳大利亚从事不可再生资源开采的公司需缴纳 40% 的资源暴利税。

矿业公司应缴资源暴利税的征税基础为总收入扣除生产成本、资本支出（以折旧的形式）以及正常资本回报后的净额（即超额利润），而财务成本不是可扣减项目。澳洲政府计划将正常资本回报标准定为 10 年期政府债券息率，并且每年进行一次调整。资源暴利税的计算方法是超额利润的 40%。澳洲政府将退还目前向采矿项目征收的州际的特许权使用费以避免重复征税。在计算企业所得税时将扣除所缴的资源暴利税。

该提案还需经过三轮意见征询。第一轮意见征询已于昨日开始，为期三周。全面意见征询将于 7 月展开，并根据各界意见制定 7 月底将发布的最终征询意见稿。最后一轮意见征询定于 2010 年底，之后政府将根据征询结果制定最终改革方案。预计立法程序要到 2011 年底才能完成，因此澳洲政府计划于 2012 年 7 月开始征收资源暴利税。

与此同时，澳洲政府计划在 2013-14 财年起将公司税率从当前的 30% 下调至 29%，并于 2014-15 财年再将税率降至 28%。矿业公司也将受益于公司税率的降低。

预计提案将有所修改

此项计划是澳洲政府打造更公平资源税制体系计划的一部分，利润越高的企业应缴纳更多的税款。然而，此项提案已受到来自必和必拓等大型矿业公司的强烈反对。我们认为，这些公司将要求把更多项目列为可扣减项目、调高正常资本回报标准并降低税率。他们还可能要求对宣布新税前进行的投资给予税收优惠。因此，最终提案可能与政府的当前版本有较大差异。

对公司盈利的影响可能不及预期严重

昨日，兖州煤业 H 股的表现非常糟糕，盘中一度下跌 8%，原因是本地媒体对征收资源暴利税发表了一些误导性的报道。一些媒体甚至报道为将对澳洲业务再征收 40% 的所得税。

我们认为，资源暴利税是在扣除正常资本回报后的息税前利润基础上征税 40%，并以此取代各州的特许权使用费。兖州煤业目前在昆士兰州和新南威尔士州的项目分别要支付收入 7-10%的特许权使用费。在最坏情境中，我们假设政府将正常资本回报标准定为 Felix 资源公司原账面值的 6%(政府在说明文件中给出的水平)，那么兖州煤业的 2012 和 2013 年盈利将分别减少 6%和 13%。如果在计算资源暴利税时将采矿权成本摊销也作为可扣减项目，那么对 2012 和 2013 年盈利的影响将减小至 5%和 11%。如果采用 Felix 资源公司的收购成本而不是原账面成本来计算，那么对 2012 和 2013 年盈利的影响将再减小至 5%和 9%。

此外，公司必须在 2012 年底前将澳洲业务拆分并在当地上市，因此征收资源暴利税的影响将有所减弱。我们将根据澳洲业务上市集资所得以及征收资源暴利税的最终方案来调整 2012 年盈利预测。

我们认为，昨日股价大跌已基本反映了资源暴利税的相关风险。目前，我们维持盈利预测和买入评级不变，等待资源暴利税提案的进一步进展。

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	26,353	21,500	32,373	40,212	41,940
销售成本	(13,491)	(12,220)	(16,585)	(19,875)	(21,186)
经营费用	(2,747)	(2,470)	(2,866)	(4,129)	(4,341)
经营利润(息税前利润)	8,811	5,118	10,003	12,851	12,865
折旧及摊销	(1,304)	(1,693)	(2,920)	(3,356)	(3,548)
息税折旧前利润	10,115	6,811	12,922	16,208	16,413
净利息收入/(费用)	(246)	162	(835)	(938)	(646)
其他收益/(损失)	94	131	352	628	631
税前利润	8,660	5,411	9,519	12,541	12,850
所得税	(2,322)	(1,505)	(2,438)	(3,296)	(3,408)
少数股东权益	(13)	(26)	(17)	(24)	(23)
净利润	6,324	3,880	7,064	9,221	9,420
核心净利润	6,324	3,880	7,064	9,221	9,420
每股收益(人民币)	1.286	0.789	1.436	1.875	1.915
核心每股收益(人民币)	1.286	0.789	1.436	1.875	1.915
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.450	0.580	0.590
收入增长(%)	59	(18)	51	24	4
息税前利润增长(%)	105	(42)	95	28	0
息税折旧前利润增长(%)	91	(33)	90	25	1
每股收益增长(%)	135	(39)	82	31	2
核心每股收益增长(%)	135	(39)	82	31	2

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	9,695	12,293	13,195	13,618	17,600
应收帐款	413	437	657	816	852
库存	823	886	1,220	1,456	1,559
其他流动资产	4,458	7,269	7,476	9,358	9,744
流动资产总计	15,389	20,885	22,548	25,249	29,755
固定资产	14,245	18,272	20,169	18,916	17,551
无形资产	1,558	20,113	19,825	19,267	18,632
其他长期资产	1,749	2,982	3,240	3,492	3,495
长期资产总计	17,552	41,367	43,234	41,675	39,678
总资产	32,941	62,252	65,782	66,924	69,433
应付帐款	854	1,307	1,774	2,125	2,266
短期债务	215	1,620	6,746	4,494	4,494
其他流动负债	4,844	8,014	8,896	9,610	9,484
流动负债总计	5,912	10,941	17,416	16,229	16,244
长期借款	176	20,912	13,548	9,054	4,560
其他长期负债	88	1,940	2,302	2,731	3,178
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	21,647	23,439	27,480	33,849	40,366
股东权益	26,565	28,358	32,398	38,767	45,285
少数股东权益	200	102	119	142	166
总负债及权益	32,941	62,252	65,782	66,924	69,433
每股帐面价值(人民币)	5.40	5.77	6.59	7.88	9.21
每股有形资产(人民币)	5.08	1.68	2.56	3.96	5.42
每股净负债(现金)(人民币)	(1.89)	2.08	1.44	(0.01)	(1.74)

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	8,660	5,411	9,519	12,541	12,850
折旧与摊销	1,304	1,693	2,920	3,356	3,548
净利息费用	246	(162)	835	938	646
运营资本变动	(535)	540	(2,201)	(1,926)	(384)
税金	(2,322)	(1,505)	(2,438)	(3,296)	(3,408)
其他经营现金流	312	33	15	(193)	(178)
经营活动产生的现金流	7,664	6,010	8,650	11,421	13,074
购买固定资产净值	(3,119)	(21,886)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
投资减少/增加	15	(227)	0	0	0
其他投资现金流	792	138	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,312)	(21,975)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(280)	20,532	(1,598)	(6,746)	(4,494)
支付股息	(836)	(1,967)	(1,230)	(2,213)	(2,853)
其他融资现金流	(288)	96	(835)	(938)	(646)
融资活动产生的现金流	(1,405)	18,661	(3,663)	(9,898)	(7,992)
现金变动	3,947	2,696	902	423	3,982
期初现金	5,798	9,695	12,293	13,195	13,618
公司自由现金流	5,495	(15,777)	4,784	10,553	12,118
权益自由现金流	4,826	4,729	2,132	2,636	6,834

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	38.4	31.7	39.9	40.3	39.1
息税前利润率	33.4	23.8	30.9	32.0	30.7
税前利润率	32.9	25.2	29.4	31.2	30.6
净利率	24.0	18.0	21.8	22.9	22.5
流动性(倍)					
流动比率	2.6	1.9	1.3	1.6	1.8
利息覆盖率	22.7	201.5	9.5	11.0	16.3
净权益负债率(%)	净现金	36.0	21.8	净现金	净现金
速动比率	2.5	1.8	1.2	1.5	1.7
估值(倍)					
市盈率	18.5	30.1	16.5	12.7	12.4
核心业务市盈率	18.5	30.1	16.5	12.7	12.4
目标价对应核心业务市盈率	24.0	39.1	21.5	16.4	16.1
市净率	4.4	4.1	3.6	3.0	2.6
价格/现金流	15.2	19.4	13.5	10.2	8.9
企业价值/息税折旧前利润	10.6	18.5	9.5	7.1	6.5
周转率					
存货周转天数	17.1	25.5	23.2	24.6	26.0
应收帐款周转天数	3.7	7.2	6.2	6.7	7.3
应付帐款周转天数	9.8	18.3	17.4	17.7	19.1
回报率(%)					
股息支付率	31.1	31.7	31.3	30.9	30.8
净资产收益率	26.6	14.1	23.3	25.9	22.4
资产收益率	21.9	7.8	11.6	14.3	13.9
已运用资本收益率	36.9	13.6	19.7	24.9	24.3

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	24,394	19,850	29,889	37,125	38,721
销售成本	(11,943)	(10,720)	(14,677)	(17,483)	(18,705)
经营费用	(2,637)	(1,963)	(2,383)	(2,758)	(2,908)
经营利润(息税前利润)	8,619	5,310	9,908	13,528	13,560
折旧及摊销	(1,195)	(1,857)	(2,920)	(3,356)	(3,548)
息税折旧前利润	9,814	7,167	12,828	16,885	17,108
净利息收入/(费用)	105	142	(835)	(938)	(646)
其他收益/(损失)	141	233	1,054	716	719
税前利润	8,865	5,686	10,127	13,306	13,633
所得税	(2,386)	(1,553)	(2,732)	(3,687)	(3,801)
少数股东权益	9	(15)	(17)	(24)	(23)
净利润	6,489	4,117	7,378	9,596	9,809
核心净利润	6,489	4,117	7,378	9,596	9,809
每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.500	1.951	1.994
核心每股收益(人民币)	1.319	0.837	1.500	1.951	1.994
每股股息(人民币)	0.400	0.250	0.450	0.580	0.590
收入增长(%)	68	(19)	51	24	4
息税前利润增长(%)	97	(38)	87	37	0
息税折旧前利润增长(%)	74	(27)	79	32	1
每股收益增长(%)	101	(37)	79	30	2
核心每股收益增长(%)	101	(37)	79	30	2

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	9,612	12,054	13,195	13,618	17,600
应收帐款	2,977	4,724	7,113	8,835	9,215
库存	820	886	1,220	1,456	1,559
其他流动资产	1,586	2,337	1,885	1,885	1,919
流动资产总计	14,994	20,001	23,413	25,795	30,293
固定资产	14,149	18,877	20,774	19,521	18,156
无形资产	1,338	20,172	19,723	19,003	18,207
其他长期资产	1,856	3,382	3,650	3,913	3,903
长期资产总计	17,344	42,432	44,147	42,437	40,265
总资产	32,339	62,433	67,560	68,232	70,558
应付帐款	910	1,367	1,881	2,245	2,404
短期债务	82	1,604	6,746	4,494	4,494
其他流动负债	4,305	7,439	8,110	7,758	7,439
流动负债总计	5,297	10,410	16,737	14,497	14,337
长期借款	176	20,912	13,548	9,054	4,560
其他长期负债	49	1,856	1,856	1,856	1,856
股本	4,918	4,918	4,918	4,918	4,918
储备	21,837	24,233	30,381	37,764	44,720
股东权益	26,755	29,152	35,300	42,682	49,638
少数股东权益	61	102	120	143	166
总负债及权益	32,339	62,433	67,560	68,232	70,558
每股帐面价值(人民币)	5.44	5.93	7.18	8.68	10.09
每股有形资产(人民币)	5.17	1.83	3.17	4.81	6.39
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	2.13	1.44	(0.01)	(1.74)

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	8,865	5,686	10,127	13,306	13,633
折旧与摊销	1,195	1,857	2,920	3,356	3,548
净利息费用	(105)	(142)	835	938	646
运营资本变动	(1,094)	621	(2,208)	(1,594)	(324)
税金	(2,207)	(1,597)	(2,438)	(3,687)	(3,801)
其他经营现金流	337	(47)	(346)	(898)	(628)
经营活动产生的现金流	6,991	6,378	8,889	11,421	13,074
购买固定资产净值	(2,843)	(22,462)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
投资减少/增加	20	80	0	0	0
其他投资现金流	597	(101)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,225)	(22,483)	(4,085)	(1,100)	(1,100)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(72)	20,532	(1,598)	(6,746)	(4,494)
支付股息	(836)	(1,967)	(1,230)	(2,213)	(2,853)
其他融资现金流	91	81	(835)	(938)	(646)
融资活动产生的现金流	(817)	18,646	(3,663)	(9,898)	(7,992)
现金变动	3,948	2,540	1,141	423	3,982
期初现金	5,731	9,612	12,054	13,195	13,618
公司自由现金流	4,908	(15,918)	5,022	10,553	12,118
权益自由现金流	4,798	4,569	2,371	2,636	6,834

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	40.2	36.1	42.9	45.5	44.2
息税前利润率	35.3	26.8	33.1	36.4	35.0
税前利润率	36.3	28.6	33.9	35.8	35.2
净利率	26.6	20.7	24.7	25.8	25.3
流动性(倍)					
流动比率	2.8	1.9	1.4	1.8	2.1
利息覆盖率	224.7	117.7	9.4	11.6	17.2
净权益负债率(%)	净现金	35.8	20.0	净现金	净现金
速动比率	2.7	1.8	1.3	1.7	2.0
估值(倍)					
市盈率	13.9	21.9	12.2	9.4	9.2
核心业务市盈率	13.9	21.9	12.2	9.4	9.2
目标价对应核心业务市盈率	17.1	27.0	15.1	11.6	11.3
市净率	3.4	3.1	2.6	2.1	1.8
价格/现金流	12.9	14.2	10.2	7.9	6.9
企业价值/息税折旧前利润	8.2	14.0	7.5	5.3	4.7
周转率					
存货周转天数	19.3	29.0	26.2	27.9	29.4
应收帐款周转天数	42.9	70.8	72.3	78.4	85.1
应付帐款周转天数	11.7	20.9	19.8	20.3	21.9
回报率(%)					
股息支付率	30.3	29.9	30.0	29.7	29.6
净资产收益率	26.9	14.7	22.9	24.6	21.3
资产收益率	21.5	8.1	11.1	14.4	14.1
已运用资本收益率	35.8	13.9	18.8	24.6	23.8

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