

2010年7月2日

# 中国铝业

## 终止澳洲铝土矿项目

A

### 持有

601600.SS - 人民币 8.91

目标价格: 人民币 9.68

---

H

### 卖出

2600.HK - 港币 6.02

目标价格: 港币 4.58

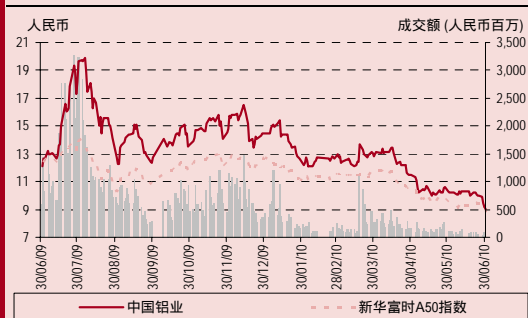
**乐宇坤\***

(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(%)	(38)	(13)	(31)	(27)
相对新华富时A50指数(%)	(8)	(7)	(7)	0

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)	36,151
3个月日均交易额 (人民币 百万)	164
净负债比率 (%) (2010E)	107
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**

与我们6月11日出版的研究报告中所预期的一致, 中国铝业日前宣布, 因成本压力不断加剧及澳洲资源税前景不明朗, 将终止澳洲奥鲁昆铝土矿项目的开发。虽然该项目尚处于开发阶段, 项目终止对我们的盈利预测没有任何影响, 但是却凸显了中国铝业在海外扩张方面所面临的巨大风险。此外, 中国铝业宣布将国内氧化铝现货价下调7%, 这将导致我们的2010年预期盈利下滑1.4%。我们对中国铝业的A股和H股分别维持**持有**和**卖出**评级。

### 支撑评级的要点

- 今年铝价窄幅震荡;
- 今年没有重大并购项目。

### 评级面临的主要风险

- 金属价格回升快于预期;
- 更加积极的成本节约措施;
- 终端用户需求复苏快于预期。

### 估值

- 我们的A股目标价是基于2.5倍2010年预期市净率, H股目标价4.58港币是基于1倍2010年预期市净率。

### 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	80,284	94,355	101,452
变动 (%)	(10)	(8)	14	18	8
净利润 (人民币 百万)	9	(4,646)	1,962	2,638	4,599
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.145	0.195	0.340
变动 (%)	(99.9)	n.m.	n.m.	34.4	74.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	(0.105)	0.268	0.428	0.910
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.147	0.195	0.340
调整幅度 (%)	-	-	(1.4)	0.0	0.0
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.145	0.195	0.340
变动 (%)	(99.9)	n.m.	n.m.	34.4	74.4
全面摊薄市盈率 (倍)	n.m.	n.m.	61.4	45.7	26.2
核心市盈率 (倍)	n.m.	n.m.	61.4	45.7	26.2
每股现金流量 (人民币)	0.15	(0.36)	1.08	0.50	0.93
价格/每股现金流量 (倍)	59.5	n.m.	8.2	18.0	9.6
企业价值息税折旧前利润 (倍)	17.7	60.4	15.8	14.8	11.3
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
股息率 (%)	0.6	0.0	0.2	0.3	0.6

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 (%)	(30)	(10)	(26)	(18)
相对恒生中国企业指数 (%)	(19)	(10)	(18)	(23)

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)	24,447
3 个月日均交易额 (港币 百万)	285
净负债比率 (%) (2010E)	106

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	80,284	94,355	101,452
变动 (%)	(10)	(8)	14	18	8
净利润 (人民币 百万)	19	(4,643)	1,962	2,638	4,599
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.343)	0.145	0.195	0.340
变动 (%)	(99.8)	n.m.	n.m.	34.4	74.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	(0.146)	0.381	0.512	0.725
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.147	0.195	0.340
调整幅度 (%)	-	-	(1.4)	0.0	0.0
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.343)	0.145	0.195	0.340
变动 (%)	(99.8)	n.m.	n.m.	34.4	74.4
全面摊薄市盈率 (倍)	n.m.	n.m.	36.1	26.9	15.4
核心市盈率 (倍)	n.m.	n.m.	36.1	26.9	15.4
每股现金流量 (人民币)	0.19	(0.29)	0.33	0.50	0.94
价格/每股现金流量 (倍)	27.4	n.m.	16.1	10.6	5.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	16.2	39.1	11.4	10.7	8.2
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
股息率 (%)	1.0	0.0	0.4	0.6	1.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

### 澳洲铝土矿项目叫停

中国铝业与澳大利亚昆士兰州政府达成协议，将终止奥鲁昆铝土矿项目的开发。中国铝业 2006 年从昆士兰州政府获得奥鲁昆项目铝土矿资源独家开采权，并计划投资 22 亿澳元建设一家氧化铝冶炼厂。据估计，奥鲁昆项目拥有 5 亿吨矾土储量(中国铝业目前的矾土资源总量为 9 亿吨)，每年能够生产 210 万吨氧化铝。中国铝业定于今年 6 月 30 日之前提交该项目的可行性研究报告(去年底公司曾要求将提交报告的时间延长半年)。

中国铝业就项目终止发表了声明，并将其归结为自 2007 年 3 月签署协议以来“全球铝工业市场状况发生了显著不利的变化”。该项目“受到诸多不利因素的制约而无法根据开发协议继续得以实施”。公司的决定并没有超出我们的预期，我们在 6 月 11 日的《璞玉共精金》中就预测过，由于巨大的成本压力和澳洲政府拟推行的以利润的 40% 作为资源税政策，中国铝业可能会寻求办法取消在奥鲁昆铝土矿项目中建设一座炼铝厂的条款。我们在 2010-12 年的盈利预测中并未考虑该项目的贡献，因此对我们的盈利预测并无影响，但是该项目的终止凸现了海外扩张所面临的风险。

### 需要海外扩张铝土矿资源

截至 2009 年末，中国铝业的铝土矿自给率为 66%，预计年内将维持这一水平。公司自有的铝土矿资源总计约 9 亿吨。公司计划到 2013 年通过国内外并购交易将自给率提高至 90%。

## 将氧化铝现货价格下调 7%

中国铝业宣布 6 月 30 日起将氧化铝现货价格下调 7%至 2,650 元/吨(含增值税)。这是中国铝业今年以来第二次下调氧化铝价格。上一次调价是在 6 月 2 日,价格下调 5%至 2,850 元/吨。2,650 元/吨的新价格略低于目前的国内现货价格 2,900 元/吨。我们估计,中国铝业的氧化铝成本价在 2,650 元/吨(含增值税),此次调价后公司只能勉强保本,而此前每吨还有 200 元左右的利润。假设今年公司在现货市场上销售 285,000 吨氧化铝(占今年总销量的 10%),那么下半年(7-12 月)公司还要在现货市场上销售 142,500 吨氧化铝,那么此次降价将使销售收入减少 2,850 万人民币,从而使全年盈利在我们预测的 19.91 亿人民币的基础上减少 1.4%。我们估计氧化铝仅占公司今年总销售收入的 10%左右(铝占 86%)。最近,国内铝价也环比下跌 6.8%至 15,000 元/吨。尽管对盈利的影响不大,但我们认为降价会对股价产生负面影响。今年国内有 1,950 万吨的过剩铝产能。我们估计,今年国内铝的供给量为 1,700 万吨左右,而需求只有 1,500 万吨。国内炼铝企业的平均生产成本为 15,300 元/吨(含增值税)。我们认为,在当前的价格水平下,约有一半的炼铝企业都处于亏损状态。

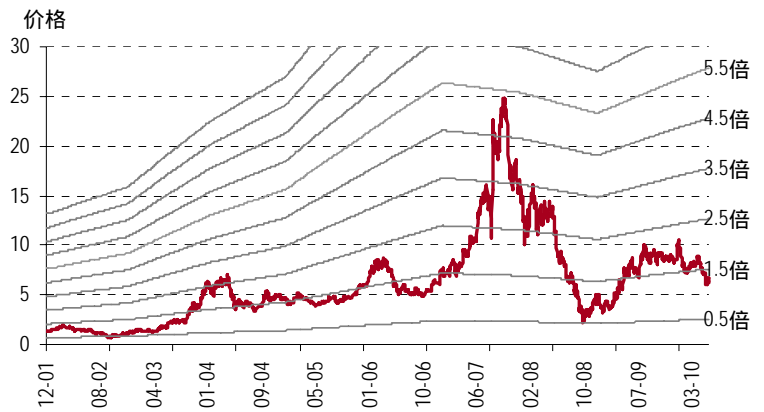
## 将 2010 年盈利预测下调 1.4%

由于氧化铝现货价格调低,我们将 2010 年盈利预测下调 1.4%。

## 估值

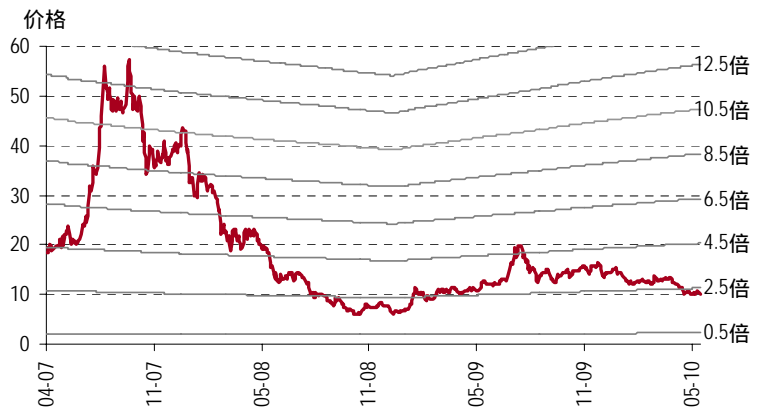
该股基本面仍然疲软,我们认为,2 季度公司盈利将出现大幅下滑。我们维持对 A 股的**持有**评级和对 H 股的**卖出**评级。同时,我们维持 A 股目标价 9.68 人民币(基于 2.5 倍 2010 年市净率)和 H 股目标价 4.58 港币(基于 1.0 倍 2010 年市净率)。

图表 2.远期市净率 (H 股)



资料来源：彭博、公司数据

图表 3.远期市净率 (A 股)



资料来源：彭博、公司数据

**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	80,284	94,355	101,452
销售成本	(70,193)	(69,325)	(72,246)	(85,544)	(89,139)
经营费用	1,791	1,819	3,807	4,051	4,173
经营利润(息税前利润)	2,586	(3,138)	4,757	5,498	8,984
折旧及摊销	(5,740)	(5,900)	(7,088)	(7,364)	(7,502)
息税折旧前利润	8,326	2,762	11,845	12,862	16,486
净利息收入/(费用)	(1,735)	(2,169)	(2,927)	(3,045)	(3,045)
其他收益/(损失)	(731)	(83)	169	225	253
税前利润	121	(5,391)	1,999	2,678	6,192
所得税	37	708	0	0	(1,548)
少数股东权益	(149)	37	(37)	(40)	(44)
净利润	9	(4,646)	1,962	2,638	4,599
核心净利润	9	(4,646)	1,962	2,638	4,599
每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.145	0.195	0.340
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.145	0.195	0.340
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
收入增长(%)	(10)	(8)	14	18	8
息税前利润增长(%)	(84)	(221)	(252)	16	63
息税折旧前利润增长(%)	(59)	(67)	329	9	28
每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(142)	34	74
核心每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(142)	34	74

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	7,849	5,123	8,362
应收帐款	1,320	1,417	2,148	2,525	2,714
库存	19,910	20,423	20,502	24,277	25,293
其他流动资产	4,972	6,634	0	0	0
流动资产总计	42,557	36,334	30,499	31,925	36,370
固定资产	85,953	89,661	91,613	93,289	94,827
无形资产	4,719	4,993	3,009	2,969	2,929
其他长期资产	2,387	2,987	19,639	19,444	19,444
长期资产总计	93,058	97,641	114,262	115,703	117,201
总资产	135,615	133,975	144,761	147,628	153,571
应付帐款	4,825	6,172	4,969	5,884	6,130
短期债务	14,188	22,993	26,820	26,820	26,820
其他流动负债	19,608	10,864	7,976	7,976	9,524
流动负债总计	38,622	40,030	39,765	40,679	42,474
长期借款	24,169	25,899	42,804	42,804	42,804
其他长期负债	12,639	12,465	4,612	4,180	4,080
股本	13,525	13,525	13,525	13,525	13,525
储备	41,462	36,876	38,839	41,182	45,386
股东权益	54,986	50,401	52,363	54,706	58,910
少数股东权益	5,198	5,180	5,217	5,257	5,302
总负债及权益	135,615	133,975	144,761	147,628	153,571
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	3.87	4.04	4.36
每股有形资产(人民币)	3.72	3.36	3.65	3.83	4.14
每股净负债/(现金)(人民币)	1.63	3.03	4.57	4.77	4.53

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)	1,999	2,678	6,192
折旧与摊销	5,740	5,900	7,088	7,364	7,502
净利息费用	1,735	2,169	2,927	3,045	3,045
运营资本变动	(903)	(4,337)	5,559	(3,236)	588
税金	(1,509)	(201)	0	0	(1,548)
其他经营现金流	(3,157)	(3,057)	(2,955)	(3,154)	(3,177)
经营活动产生的现金流	2,026	(4,917)	14,619	6,697	12,602
购买固定资产净值	(17,250)	(10,297)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	(4,611)	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	(21,860)	(10,297)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
净增权益	(119)	0	0	0	0
净增债务	28,579	5,291	5,000	0	0
支付股息	(1,844)	(59)	0	(294)	(396)
其他融资现金流	461	1,544	(10,628)	(101)	57
融资活动产生的现金流	27,077	6,776	(5,628)	(395)	(339)
现金变动	7,243	(8,438)	(9)	(2,698)	3,263
期初现金	9,055	16,297	7,859	7,821	5,099
公司自由现金流	(19,834)	(15,214)	5,619	(2,303)	3,602
权益自由现金流	8,745	(9,923)	10,619	(2,303)	3,602

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	10.9	3.9	14.8	13.6	16.3
息税前利润率	3.4	(4.5)	5.9	5.8	8.9
税前利润率	0.2	(7.7)	2.5	2.8	6.1
净利率	0.0	(6.6)	2.4	2.8	4.5
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.9
利息覆盖率	1.5	(1.4)	1.6	1.8	3.0
净权益负债率(%)	36.7	73.8	107.3	107.6	95.4
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	n.m.	n.m.	61.4	45.7	26.2
核心业务市盈率	n.m.	n.m.	61.4	45.7	26.2
目标价对应核心业务市盈率	n.m.	n.m.	66.7	49.6	28.5
市净率	2.2	2.4	2.3	2.2	2.0
价格/现金流	59.5	n.m.	8.2	18.0	9.6
企业价值/息税折旧前利润	17.7	60.4	15.8	14.8	11.3
周转率					
存货周转天数	91.7	106.2	103.4	95.5	101.5
应收帐款周转天数	12.0	7.1	8.1	9.0	9.4
应付帐款周转天数	22.2	28.6	25.3	21.0	21.6
回报率(%)					
股息支付率	n.a.	n.a.	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	3.8	4.9	8.1
资产收益率	2.1	(2.3)	3.4	3.8	4.5
已运用资本收益率	2.7	(3.1)	4.1	4.3	6.8

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	80,284	94,355	101,452
销售成本	(70,961)	(69,079)	(71,927)	(85,169)	(88,736)
经营费用	1,474	2,158	3,630	3,874	3,997
经营利润(息税前利润)	1,832	(3,279)	4,900	5,696	9,210
折旧及摊销	(5,410)	(6,626)	(7,088)	(7,364)	(7,502)
息税折旧前利润	7,242	3,346	11,988	13,060	16,712
净利息收入/(费用)	(1,710)	(2,138)	(2,927)	(3,045)	(3,045)
其他收益/(损失)	12	27	27	27	27
税前利润	134	(5,391)	1,999	2,678	6,192
所得税	34	711	0	0	(1,548)
少数股东权益	(149)	37	(37)	(40)	(44)
净利润	19	(4,643)	1,962	2,638	4,599
核心净利润	19	(4,643)	1,962	2,638	4,599
每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.145	0.195	0.340
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.145	0.195	0.340
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.022	0.029	0.051
收入增长(%)	(10)	(8)	14	18	8
息税前利润增长(%)	(88)	(279)	(249)	16	62
息税折旧前利润增长(%)	(64)	(54)	258	9	28
每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(142)	34	74
核心每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(142)	34	74

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	7,849	5,123	8,362
应收帐款	2,052	3,203	3,661	4,302	4,626
库存	19,910	20,423	21,265	25,180	26,235
其他流动资产	4,298	4,849	8,473	8,472	8,472
流动资产总计	42,557	36,334	41,248	43,078	47,694
固定资产	85,989	89,661	91,613	93,289	94,827
无形资产	2,988	3,049	3,009	2,969	2,929
其他长期资产	4,078	4,931	4,931	4,931	4,931
长期资产总计	93,055	97,641	99,553	101,189	102,687
总资产	135,612	133,975	140,801	144,267	150,382
应付帐款	4,825	6,172	6,427	7,610	7,929
短期债务	22,290	25,820	25,820	25,820	25,820
其他流动负债	11,506	8,038	7,976	7,976	9,524
流动负债总计	38,622	40,030	40,222	41,406	43,272
长期借款	36,043	37,804	42,804	42,804	42,804
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	38,839	41,081	45,284
股东权益	54,983	50,401	52,363	54,605	58,809
少数股东权益	5,198	5,180	5,217	5,257	5,302
总负债及权益	135,612	133,975	140,801	144,267	150,382
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	3.87	4.04	4.35
每股有形资产(人民币)	3.84	3.50	3.65	3.82	4.13
每股净负债/(现金)(人民币)	3.11	4.12	4.49	4.70	4.46

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)	1,999	2,678	6,192
折旧与摊销	5,410	6,626	7,088	7,364	7,502
净利息费用	1,710	2,138	2,927	3,045	3,045
运营资本变动	(731)	(4,337)	(4,731)	(3,372)	489
税金	(1,509)	(201)	0	0	(1,548)
其他经营现金流	(2,429)	(2,706)	(2,872)	(3,005)	(3,002)
经营活动产生的现金流	2,585	(3,872)	4,410	6,710	12,678
购买固定资产净值	(17,250)	(10,297)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
投资减少/增加	(4,587)	39	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	(21,837)	(10,259)	(9,000)	(9,000)	(9,000)
净增权益	(119)	0	0	0	0
净增债务	28,579	5,291	5,000	0	0
支付股息	(1,844)	(59)	0	(294)	(396)
其他融资现金流	(121)	460	(420)	(142)	(43)
融资活动产生的现金流	26,495	5,692	4,580	(436)	(439)
现金变动	7,243	(8,439)	(10)	(2,726)	3,239
期初现金	9,055	16,297	7,859	7,849	5,123
公司自由现金流	(19,252)	(14,131)	(4,590)	(2,290)	3,678
权益自由现金流	9,327	(8,839)	410	(2,290)	3,678

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	9.4	4.8	14.9	13.8	16.5
息税前利润率	2.4	(4.7)	6.1	6.0	9.1
税前利润率	0.2	(7.7)	2.5	2.8	6.1
净利率	0.0	(6.6)	2.4	2.8	4.5
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
利息覆盖率	1.0	(1.4)	1.7	1.9	3.0
净权益负债率(%)	69.8	100.3	105.5	106.1	94.0
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	n.m.	n.m.	36.1	26.9	15.4
核心业务市盈率	n.m.	n.m.	36.1	26.9	15.4
目标价对应核心业务市盈率	n.m.	n.m.	33.0	24.5	14.1
市净率	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2
价格/现金流	27.4	n.m.	16.1	10.6	5.6
企业价值/息税折旧前利润	16.2	39.1	11.4	10.7	8.2
<b>周转率</b>					
存货周转天数	90.7	106.6	105.8	99.5	105.7
应收帐款周转天数	13.7	13.6	15.6	15.4	16.1
应付帐款周转天数	22.1	28.6	28.6	27.1	28.0
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	n.a.	n.a.	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	3.8	4.9	8.1
资产收益率	1.5	(1.8)	3.6	4.0	4.7
已运用资本收益率	1.9	(2.7)	4.0	4.5	7.1

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