

2010 年 7 月 16 日

# 南钢股份

整体上市后盈利大幅增加

A

持有 (►买入)

600282.SS - 人民币 3.46

目标价格: 人民币 4.10 (►7.90)

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



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(%)	(43)	(11)	(34)	(49)
相对新华富时	(15)	(9)	(12)	(20)
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

## 重要数据

发行股数(百万)	1,685
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	5,829
3个月日均交易额(人民币 百万)	19
净负债比率(%)	20
主要股东(%)	
南钢联合有限公司	63

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*杭一君为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

公司今年上半年生产较为正常, 完成全年生产任务估计问题不大。我们估计 2 季度盈利可较 1 季度略有增加, 但由于钢价下跌和低价铁矿石库存消耗完等因素, 估计第三季度仅是微利的水平。今年 4 季度公司有可能实现整体上市, 由于计划收购的南钢发展有较好的盈利水平, 我们预计整体上市后, 公司 2010 年备考的净利润(假设在 2010 年初完成整体上市)可达到 8.2 亿元以上, 较整体上市前增加近 6 倍。由于 A 股钢铁公司估值下降, 我们将目标价下调至 4.10 元。我们将该股的评级下调至持有。

## 支撑评级的要点

- 整体上市盈利能力增强;
- 不断完善产品结构。

## 评级面临的主要风险

- 钢铁需求大幅下滑;
- 钢材价格反弹乏力, 铁矿石价格居高不下;
- 整体上市时间延迟。

## 估值

- 按照 A 股钢铁公司 1.1 倍的 2010 年平均市净率, 我们将目标价由 7.90 元下调至 4.10 元。我们将该股的评级由买入下调至持有。

## 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)	28,354	23,304	25,024	27,527	33,032
变动(%)	-	(18)	7	10	20
净利润(人民币 百万)	114	138	123	815	947
全面摊薄每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.073	0.211	0.246
变动(%)	-	20.9	(11.4)	190.8	16.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.193	0.308	0.480
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.324	0.402	-
变动(%)	-	-	(77.5)	(47.4)	N/A
核心每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.073	0.211	0.246
变动(%)	-	20.9	(11.4)	190.8	16.2
全面摊薄市盈率(倍)	51.0	42.2	47.6	16.4	14.1
核心市盈率(倍)	51.0	42.2	47.6	16.4	14.1
每股现金流量(人民币)	0.29	0.36	(0.13)	(0.23)	0.77
价格/每股现金流量(倍)	11.8	9.5	(26.2)	(15.2)	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	8.3	11.2	8.7	6.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	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

注: 假设在 2010 年底完成增发新股

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](http://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涨幅多于 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

## 2010年上半年公司生产正常

2010年全年公司预计产钢560万吨，生铁620万吨，钢材479万吨。上半年基本实现阶段生产目标。虽然我们估计7月份公司仅能实现微利，但公司目前还没有减产计划。我们估计公司全年生产计划能够实现。

## 整体上市是投资亮点，有望在今年四季度完成

本次资产重组为南钢股份通过向南钢钢铁联合有限公司发行股份收购南钢产业发展公司100%股权，使原南钢联合下属钢铁主业资产进入公司，实现原南钢联合钢铁主业资产的整体上市。公司的资产重组工作正在有序进行中。预案经过南钢股份董事会和股东大会批准，目前已报送中国证监会核准。我们预计，如果上述事项进展顺利，公司将在2010年4季度完成整体上市。公司计划发行21.7亿股A股，每股发行价格4.19元，发行完成后总股本将增加至38.55亿股。

本次收购目标南钢发展拥有原南钢联合下属除南钢股份股权以外的钢铁主业资产，主要产品为线材、棒材(>50mm)和型钢三大类产品，核心产品包括普碳线材、优碳线材、合金焊丝钢、钢帘线钢、轴承钢、弹簧钢、易切削钢、齿轮钢、锚链钢、管坯钢、船用球扁钢、船用角钢等，主要用于建筑、机械、船舶、汽车以及五金工具等行业。本次交易完成后，南钢股份将具备年产650万吨钢、600万吨铁、650万吨材的综合生产能力，成为一家集矿石采选、炼焦、炼铁、炼钢及轧钢于一体的现代化钢铁联合企业。

图表2.重组完成前后公司主要产品产能对比

(万吨)	重组前	重组后	增加(%)
钢	550	650	18.18
铁	600	600	0.00
钢材	510	650	27.45
其中：			
中厚板	180	180	0.00
中板	180	180	0.00
棒材	100	100	0.00
带钢	60	60	0.00
高速线材	N.A.	60	N.A.
特殊钢棒材		60	
型钢		40-50*	

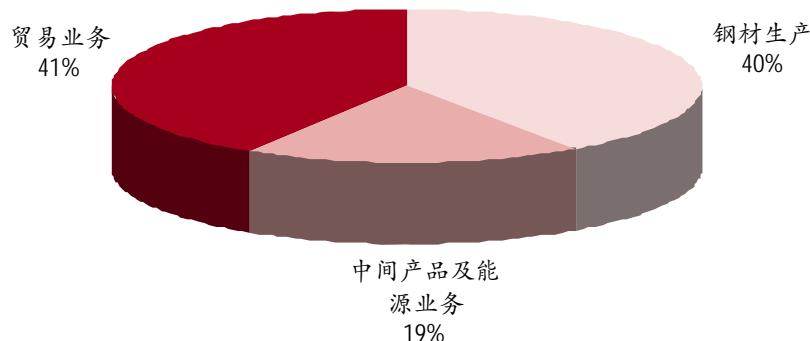
资料来源：公司数据

注：\*为公司规划中

## 目标资产南钢发展预计今年盈利 7.3

南钢发展的业务主要包括：1) 线材、棒材（>50mm）、型材以及钢坯等四大种类钢材的生产，2009年1-9月份营业收入合计423,778.72万元；2) 钢铁相关中间产品及能源介质业务（主要包括委托加工，能源供应和矿石采选），2009年1-9月营业收入为196,750万元；3) 南钢发展的贸易业务主要为铁矿石进口以及钢材出口业务，还包括部分国内铁矿石及钢材贸易业务。2009年1-9月，南钢发展贸易收入为431,599.09万元。

图表3. 南钢发展2009年1-9月份各部分业务收入占比



资料来源：公司数据

南钢发展2009年10-12月份盈利1.2亿，通过对南钢联合中南钢发展部分的净利润进行核算，2009年全年南钢发展的盈利额达到3.9亿，预计2010年净利润额达到7.3亿。在铁矿石价格普涨的形势下，公司持股49%的安徽金安矿业铁精矿粉业务成为今年南钢发展盈利大幅度提高的重要来源。

安徽金安矿业有限公司成立于2003年7月22日，公司注册资本10,000万元人民币，经营范围为：霍邱县草楼铁矿采矿、选矿及铁精粉的生产、销售。目前，南钢发展持有公司49%股权，香港金腾持有公司51%股权。金安矿业坐落于安徽省霍邱县范桥乡境内，矿区面积4.679平方公里，铁矿石地质储量8,600万吨，地质品位28%左右，为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低，易于选取。金安矿业已取得《采矿许可证》。金安矿业矿石年采选能力已达200万吨，2008年、2009年1-9月精矿粉（精矿粉品位67%）产量分别为63万吨、60万吨。目前该矿正进行扩产改造，将形成年采选300万吨的能力。

## 船板技术先进，市场占有率达到全国第二

2007 年南钢船板销售 96 万吨、2008 年 150 万吨、2009 年 155 万吨，2010 年 1-3 月，公司销售各类船板 43.2 万吨，同比增长 60%，其中高强度船板从以往的 AH32 拓展到了 DH40、EH36N 等品种，总比例首次超过 50% 达到了 55%，公司船板国内市场占有率达到去年同期的第五位提升为今年的第二位。公司依托研发、生产、质检等强力支撑，在稳固“一点（江苏）、一面（华东）、一线（长江）”重点销售区域的基础上，形成了以东亚、印度、新加坡、环渤海经济区、长江沿线、东海地区等密集销售区域，有效地提高了抵御市场风险的能力。1 季度金海重工在南钢所订船板的高强比例达到 92% 以上。公司目前每月的 E32、E36 等高强度船板销量上升到 8 万吨，同时还成功开发了 50mm 厚的正火 E36 船板和防腐蚀海工板 10CrMoAL 等新品。1-3 月，公司宽薄船板达 4.82 万吨，15 米以上超长板 1.42 万吨。销售总公司除了实行一站式服务外，在得知船厂还有船板以外需求时，还积极为其配购质优价廉的船用锚链、系泊链、船用角钢和球扁钢等，形成了公司产品与非公司产品协同配套供货的经营特色，更大限度地让用户降低前置采购时间。

## 铁矿石依旧依赖进口

按照目前 600 万吨铁水产能计算，公司每年需要品位 66% 的铁矿石 1,000 万吨。公司 70% 的铁矿石依赖进口，进口矿中，澳大利亚矿和巴西矿分别占比 60% 和 40%；其他从国内购买，南钢发展持股 49% 的金安矿业目前为公司提供 80-90 万吨铁矿精粉。公司进口的铁矿石一般在北仑港中转，从巨轮上卸货后改用江船运至南京码头。今年铁矿石价格的普涨给公司造成了较大的成本压力，目前公司已消耗完低价库存铁矿石，3、4 季度成本上升压力较大。

## 收购煤矿股权，保障煤炭供应

南钢股份投资 21,168 万元收购安徽金黄庄矿业 49% 股权。金黄庄矿业现有金黄庄矿和郝庄矿两大矿区，合计资源储量 9,551.81 万吨，可采储量 5,221.87 万吨。煤种主要为 1/3 焦煤、无烟煤和贫煤。目前金黄庄矿尚处于基建期，拟 2012 年 11 月投产；郝庄矿处于详查阶段。公司此次收购股权主要是为了保障煤炭供应。整体上市后南钢股份的煤年需求总量约在 300 万吨左右。金黄庄矿达产后每年煤炭产能将达到 90 万吨左右，占南钢股份每年煤炭需求量 30% 左右，并且公司采购煤炭运费将降至每吨 70 元。

## 直销比例高

公司产品坚持以销定产原则（按照下订单时候的价格结算），钢材库存很少。从 08 年开始，公司钢材的直销比例已经提高至 70% 左右。我们认为，较高的直销比例可以降低公司的销售费用。从 2005-2009 年以及 2010 年 1 季度的数据来看，南钢股份的销售费用率都不到 1%，低于 30 家 A 股钢铁上市公司的平均值，即使整体上市以后，我们估计销售费用率也仅 1.1% 左右，仍略低于行业平均水平的 1.2%。

## 出口退税政策变动影响较小

财政部和国家税务总局 6 月 22 日表示，从 7 月 15 日起，中国将取消部分钢材、有色金属加工材等 406 个税则号商品的出口退税。此次调控主要针对部分高污染、高耗能产品，钢铁行业成为主要的调整对象。此次出口退税的政策调整基本覆盖了所有热卷产品和宽 <600mm 的冷轧卷，还包括少量的型材。其中，热轧卷板、中厚板、带钢和大型 H 型钢是受到影响的主要品种，这部分产品将不再享有 9% 的出口退税。南钢股份出口产品以中板/中厚板（船板类）为主，产品前两位出口目的地为韩国和新加坡，今年上半年公司出口量有较大幅度的下降，我们估计出口量仅占总销量的约 2%，因此，虽然出口退税取消，但总体来说对公司影响较小。

## 公司盈利展望

今年1季度实现净利润4,784.7万元（去年同期实现净利润1,237.3万元），预计2季度经营利润较1季度略有增加，由于钢价下调、低价铁矿石库存消耗完毕导致成本上升，3季度恐怕仅是微利的水平。由此我们预计2010年公司实现净利润在1.2亿元左右，每股收益0.07元，每股净资产2.66元。今年4季度公司有望实现整体上市，由于计划购买的南钢发展盈利水平不错，估计今年的净利润有近7亿元，因此我们预计整体上市后，公司2010年备考的净利润（假设在2010年初完成整体上市）可达到8.2亿元以上，全面摊薄后的每股收益达到0.21元以上，每股净资产达到近3.7元。

## 调整公司目标价格

南钢股份上半年生产正常并基本实现产量目标，预计公司在下半年能顺利完成全年计划。公司在全行业竞争日趋激烈的情况下着力产品升级和开发具有技术优势的新产品，公司的主要产品中厚板占据较大市场份额，船板技术先进并于今年跃居全国第二。整体上市是目前的投资亮点，假设公司的资产重组在2010年4季度完成，重组完成后南钢股份将具备年产650万吨钢的生产能力，盈利能力将大幅增强。我们粗略估算，2010年合并后南钢股份的每股净资产为3.7元。由于A股钢铁公司估值下降，我们将目标价由7.90元下调至4.10元，这是基于钢铁行业1.1倍的2010年平均市净率水平，。我们将对该股的评级由买入下调至持有。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	28,354	23,304	25,024	27,527	33,032
销售成本	(27,105)	(22,505)	(24,115)	(25,152)	(30,183)
经营费用	(490)	(85)	(304)	(574)	(564)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>759</b>	<b>713</b>	<b>605</b>	<b>1,800</b>	<b>2,286</b>
折旧及摊消	(420)	(448)	(369)	(600)	(845)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>339</b>	<b>265</b>	<b>236</b>	<b>1,200</b>	<b>1,441</b>
净利息收入/(费用)	(223)	(128)	(73)	(175)	(248)
其他收益/(损失)	20	16	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>136</b>	<b>153</b>	<b>163</b>	<b>1,026</b>	<b>1,192</b>
所得税	(22)	(15)	(41)	(211)	(245)
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>114</b>	<b>138</b>	<b>123</b>	<b>815</b>	<b>947</b>
<b>核心净利润</b>	<b>114</b>	<b>138</b>	<b>123</b>	<b>815</b>	<b>947</b>
每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.073	0.211	0.246
核心每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.073	0.211	0.246
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	(18)	7	10	20
息税前利润增长(%)	n.a.	(22)	(11)	409	20
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(6)	(15)	197	27
每股收益增长(%)	n.a.	21	(11)	191	16
核心每股收益增长(%)	n.a.	21	(11)	191	16

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	1,216	1,978	1,251	2,753	3,455
应收帐款	0	0	0	0	0
库存	4,591	3,793	3,617	7,546	9,055
其他流动资产	1,356	2,969	3,115	6,686	8,000
<b>流动资产总计</b>	<b>7,163</b>	<b>8,739</b>	<b>7,983</b>	<b>16,984</b>	<b>20,510</b>
固定资产	3,613	3,358	3,289	11,616	11,655
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	407	541	806	1,379	1,996
<b>长期资产总计</b>	<b>4,020</b>	<b>3,899</b>	<b>4,095</b>	<b>12,995</b>	<b>13,650</b>
<b>总资产</b>	<b>11,183</b>	<b>12,638</b>	<b>12,079</b>	<b>29,980</b>	<b>34,160</b>
应付帐款	0	0	0	0	0
短期债务	2,310	2,040	1,947	1,106	0
其他流动负债	4,215	6,158	5,342	10,377	14,116
<b>流动负债总计</b>	<b>6,525</b>	<b>8,198</b>	<b>7,289</b>	<b>11,483</b>	<b>14,116</b>
长期借款	290	0	226	4,026	4,626
其他长期负债	4	5	5	5	5
股本	1,685	1,685	1,685	3,855	3,855
储备	2,678	2,751	2,874	10,611	11,558
<b>股东权益</b>	<b>4,363</b>	<b>4,436</b>	<b>4,558</b>	<b>14,466</b>	<b>15,413</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	<b>11,183</b>	<b>12,638</b>	<b>12,079</b>	<b>29,980</b>	<b>34,160</b>
每股帐面价值(人民币)	2.59	2.63	2.71	3.75	4.00
每股有形资产(人民币)	2.59	2.63	2.71	3.75	4.00
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	0.04	0.55	0.62	0.30

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	136	153	163	1,026	1,192
折旧与摊销	420	448	369	600	845
净利息费用	230	132	73	175	248
运营资本变动	(637)	(541)	(694)	(5,501)	(6,394)
税金	(22)	(15)	(41)	(211)	(245)
其他经营现金流	369	436	(93)	3,037	7,310
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>495</b>	<b>614</b>	<b>(222)</b>	<b>(875)</b>	<b>2,957</b>
购买固定资产净值	(115)	(209)	(565)	(9,500)	(1,500)
投资减少/增加	1	2	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(113)</b>	<b>(206)</b>	<b>(565)</b>	<b>(9,500)</b>	<b>(1,500)</b>
净增权益	0	0	0	9,092	0
净增债务	(255)	(290)	226	3,800	600
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(494)	(235)	(165)	(1,016)	(1,354)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(749)</b>	<b>(525)</b>	<b>61</b>	<b>11,876</b>	<b>(754)</b>
现金变动	(367)	(118)	(727)	1,501	703
期初现金	1,216	1,978	1,251	2,753	3,455
公司自由现金流	382	410	(787)	(10,374)	1,457
权益自由现金流	(96)	(8)	(580)	(6,592)	2,042

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
<b>盈利能力 (%)</b>					
息税折旧前利润率	2.7	3.1	2.4	6.5	6.9
息税前利润率	1.2	1.1	0.9	4.4	4.4
税前利润率	0.5	0.7	0.7	3.7	3.6
净利率	0.4	0.6	0.5	3.0	2.9
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.5	1.5
利息覆盖率	1.5	2.1	3.0	6.6	5.6
净权益负债率(%)	31.7	1.4	20.2	16.4	7.6
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	51.0	42.2	47.6	16.4	14.1
核心业务市盈率	51.0	42.2	47.6	16.4	14.1
目标价对应核心业务市盈率	60.4	50.0	56.4	19.4	16.7
市净率	1.3	1.3	1.3	0.9	0.9
价格/现金流	11.8	9.5	(26.2)	(15.2)	4.5
企业价值/息税折旧前利润	9.5	8.3	11.2	8.7	6.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	61.8	68.0	56.1	81.0	100.4
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>回报率 (%)</b>					
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	2.6	3.1	2.7	8.6	6.3
资产收益率	2.5	1.9	1.4	4.5	3.6
已运用资本收益率	4.9	4.1	3.7	9.2	7.3

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：中国人寿。

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 7 月 14 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，其可行性將取決于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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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