

2010年8月20日

鞍钢股份

重回稳定增长通道

A
买入

000898.SZ – 人民币 8.69

目标价格: 人民币 13.30 (▲19.93)

H
买入

0347.HK – 港币 11.82

目标价格: 港币 14.30 (▲19.24)

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(%)	32	24	19	(53)
相对新华富时 A50 指数(%)	(7)	6	(11)	(22)

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)	7,235
流通股 (%)	31
流通股市值 (人民币 百万)	19,616
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	216
净负债比率 (%)	64
主要股东 (%) (09E)	
鞍钢集团	67

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

在参加完鞍钢业绩发布会后, 我们维持对该股的买入评级。投资者主要担忧的是钢价趋势及公司对铁矿石成本的控制。与我们的预测相符, 管理层预期今年余下时间价格仅能实现稳定的上涨。在中国会计准则下, 公司预期 2010 年前 9 个月盈利约为 23 亿-29 亿人民币, 该预期已将 9 月份的涨价考虑在内。不过我们预测公司盈利将于 3 季度见底, 而大多数负面因素已经得到充分反映。我们将 A 股目标价从 19.93 元下调至 13.30 元人民币, H 股目标价从 19.24 港币下调至 14.30 港币, 均维持买入的评级。

支撑评级的要点

- 考虑到公司利润好转, 与 1.6 倍周期中点市净率和 2009 年上半年 1.36 倍的市净率相比, 目前相当于 1.31 倍市净率的估值仍然偏低。
- 盈利或于 2010 年 3 季度见底, 之后保持稳定增长。鞍钢下游产业仍然保持增长。

评级面临的主要风险

- 经济增长突然出现衰退。

估值

- 基于 1.7 倍周期中点市净率, 我们将 A 股目标价从 19.93 元下调至 13.30 元人民币; 基于 1.6 倍周期中点市净率, 我们将 H 股目标价从 19.24 港币下调至 14.30 港币。参考公司最新的盈利预期, 我们下调了盈利预测, 但仍维持 A 股和 H 股的买入评级。

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)	78,985	70,057	89,177	96,646	106,560
变动 (%)	21	(11)	27	8	10
净利润 (人民币 百万)	2,981	686	4,003	4,883	5,795
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.412	0.095	0.553	0.675	0.801
变动 (%)	(63.2)	(77.0)	483.5	22.0	18.7
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.650	0.766	0.900
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.56	0.6	0.72
调整幅度 (%)	-	-	1.3	12.5	11.3
全面摊薄市盈率 (倍)	21.1	91.7	15.7	12.9	10.8
每股现金流量 (人民币)	1.48	0.40	1.91	1.47	1.71
价格/每股现金流量 (倍)	5.9	21.8	4.6	5.9	5.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.2	11.9	7.2	5.9	4.9
每股股息 (人民币)	0.210	0.060	0.249	0.330	1.287
股息率 (%)	2.4	0.7	2.9	3.8	14.8

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(%)	15	45	27	(48)
相对恒生中国企业指数 (%)	5	27	9	(14)

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)	7,235
流通股 (%)	31
流通股市值 (港币 百万)	26,682
3个月日均交易额 (港币 百万)	204
净负债比率 (%)	63

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)	78,037	69,874	88,910	96,936	106,880
变动 (%)	21	(10)	27	9	10
净利润 (人民币 百万)	2,993	752	4,003	5,310	6,420
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.414	0.104	0.553	0.734	0.887
变动 (%)	(79.2)	(74.9)	432.1	32.6	20.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.655	0.854	1.041
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.56	0.63	0.76
调整幅度 (%)	-	-	(2)	16.5	16.7
全面摊薄市盈率 (倍)	25.0	99.4	18.7	14.1	11.6
每股现金流量 (人民币)	1.50	0.41	1.91	1.55	1.82
价格/每股现金流量 (倍)	6.9	25.2	5.4	6.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.3	13.1	8.0	6.4	5.4
每股股息 (人民币)	0.210	0.060	0.249	0.330	1.287
股息率 (%)	2.0	0.6	2.4	3.2	12.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

分析员会议的主要结论

参加完鞍钢股份的分析员会议后，我们维持对该股的买入评级。会议上，投资者的主要担忧在于钢价趋势及鞍钢对铁矿石成本的控制。正如我们的预测，管理层预期今年后几个月价格仅能实现稳定上涨，毛利率上升的空间也十分有限。2010年上半年毛利率比2009年上半年上涨了13.7个百分点至12.6%，主要得益于热轧钢和冷轧钢产品毛利率的大幅上升（前者上升11.5个百分点至14.4%，后者上升22.5个百分点至24.2%）。在中国会计准则下，公司预期前9个月的盈利约为23亿-29亿人民币，该预期已将9月份的涨价考虑在内。

3季度后盈利稳定增长

据公司透露，除汽车制造业自2季度以来呈下滑趋势外，到目前为止来自下游产业的钢铁需求均呈稳定增长态势，例如造船、家电制造及建筑业。我们预计钢材价格很难在短期内快速飙升，因为考虑到市场情绪和季节性，钢价可能在3季度后期和4季度前期逐步回升。我们相信，鞍钢盈利将于3季度见底，4季度企稳。尽管3季度相对疲软，管理层仍预计销量会实现环比增长；我们预测下半年销量为976万吨，而上半年的销量为970万吨。据我们了解，目前的产能利用率低于90%，说明旺季仍有增长的空间。

竞争优势

铁矿石价格也应不断上升，对钢企造成威胁。考虑到鞍钢六个月延迟订货以及较平均进口价格低5%的价格从母公司购买铁矿石，因此鞍钢应享受一定竞争优势。其铁矿石自给率也高达60%左右。母公司持股50%的澳大利亚Karara铁矿石项目应在2011年10月之前开始生产1,000万吨铁矿石，届时这可能使鞍钢铁矿石自给率提升至70%。目前，优质铁矿石供应仍然趋紧，因此铁矿石价格应保持坚挺。鞍钢今年下半年铁矿石采购价格定在800元/吨，较上半年的660元/吨高出25%。

与其他钢铁公司合并？

鞍钢被规划为到 2011 年达到 5,000 万吨级三家特大型钢铁集团之一，这一产能较我们的预期高出 150%。为了实现这一巨大扩张，公司将需要与攀钢及本钢合并。鞍钢集团与攀钢的合并将使其铁产能提高 720 万吨(增长 39%)，粗钢产能增加 780 万吨(增长 43%)，钢材产能增加 700 万吨(增加 42%)。铁矿石储备也将由 93 亿吨提高至 193 亿吨。但是资产注入还没有明确的时间表，如果收购完成也只是停留在母公司层面。

估值及评级

该股目前估值相当于 1.31 倍市净率，我们认为仍然处于历史区间的底部。尽管公司 09 年上半年出现亏损，但 09 年上半年 1.36 倍的市净率仍然高于目前的水平，因此我们认为大部分负面消息已被反映在股价中。另外，我们认为鞍钢集团与 Gindalbie Metals 在 Karara 铁矿石项目的合作应该为公司的估值提供另一个重估的催化因素。

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	78,985	70,057	89,177	96,646	106,560
销售成本	(75,844)	(64,581)	(79,069)	(85,775)	(94,243)
经营费用	5,967	2,219	3,481	4,507	4,528
经营利润(息税前利润)	4,328	1,427	6,240	7,616	8,729
折旧及摊销	(4,780)	(6,268)	(7,349)	(7,762)	(8,116)
息税折旧前利润	9,108	7,695	13,589	15,378	16,845
净利息收入/(费用)	(694)	(902)	(1,014)	(1,105)	(1,001)
其他收益/(损失)	198	318	0	0	0
税前利润	3,832	843	5,227	6,511	7,728
所得税	(851)	(157)	(1,223)	(1,628)	(1,932)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	2,981	686	4,003	4,883	5,795
核心净利润	2,981	686	4,003	4,883	5,795
每股收益(人民币)	0.412	0.095	0.553	0.675	0.801
核心每股收益(人民币)	0.412	0.095	0.553	0.675	0.801
每股股息(人民币)	0.210	0.060	0.249	0.330	1.287
收入增长(%)	21	(11)	27	8	10
息税前利润增长(%)	(60)	(67)	337	22	15
息税折旧前利润增长(%)	(39)	(16)	77	13	10
每股收益增长(%)	(63)	(77)	484	22	19
核心每股收益增长(%)	(63)	(77)	484	22	19

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	2,974	2,242	4,046	2,624	4,600
应收帐款	1,235	1,770	1,951	2,128	2,346
库存	10,372	10,658	7,929	5,828	6,422
其他流动资产	5,345	9,566	15,665	16,395	17,299
流动资产总计	19,926	24,236	29,592	26,975	30,667
固定资产	55,799	64,393	75,423	72,612	69,445
无形资产	6,761	7,061	7,061	7,061	7,061
其他长期资产	9,651	5,236	3,734	3,734	3,734
长期资产总计	72,211	76,690	86,218	83,407	80,240
总资产	92,137	100,926	115,810	110,381	110,908
应付帐款	8,012	6,827	9,978	7,730	8,245
短期债务	8,601	21,363	23,095	16,831	12,790
其他流动负债	4,710	7,297	9,593	9,593	9,593
流动负债总计	21,323	35,487	42,666	34,154	30,628
长期借款	17,565	11,502	16,715	15,046	13,474
其他长期负债	141	139	213	0	0
股本	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
储备	45,873	46,563	48,981	53,945	59,571
股东权益	53,108	53,798	56,216	61,180	66,806
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	92,137	100,926	115,810	110,381	110,908
每股帐面价值(人民币)	7.34	7.44	7.77	8.46	9.23
每股有形资产(人民币)	6.41	6.46	6.79	7.48	8.26
每股净负债/(现金)(人民币)	3.21	4.23	4.94	4.04	2.99

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	3,832	843	5,227	6,511	7,728
折旧与摊销	4,780	6,268	7,349	7,762	8,116
净利息费用	694	902	1,014	1,105	1,001
运营资本变动	6,110	(93)	4,624	432	742
税金	(854)	(166)	(1,223)	(1,704)	(2,061)
其他经营现金流	(3,845)	(4,865)	(3,199)	(3,487)	(3,159)
经营活动产生的现金流	10,717	2,889	13,792	10,619	12,368
购买固定资产净值	(7,342)	(8,000)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(8,637)	2,760	0	0	0
投资活动产生的现金流	(15,979)	(5,240)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	4,219	4,036	5,452	1,132	807
支付股息	(3,979)	(1,519)	(434)	(1,801)	(2,389)
其他融资现金流	263	(898)	(9,006)	(7,372)	(4,808)
融资活动产生的现金流	503	1,619	(3,988)	(8,042)	(6,391)
现金变动	(4,759)	(732)	1,804	(1,422)	1,977
期初现金	7,733	2,974	2,242	4,046	2,624
公司自由现金流	(5,262)	(2,351)	5,792	6,619	8,368
权益自由现金流	(1,820)	745	10,177	6,588	8,120

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	11.5	11.0	15.2	15.9	15.8
息税前利润率	5.5	2.0	7.0	7.9	8.2
税前利润率	4.9	1.2	5.9	6.7	7.3
净利率	3.8	1.0	4.5	5.1	5.4
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.8	1.0
利息覆盖率	6.2	1.6	6.2	6.9	8.7
净权益负债率	43.7	56.9	63.6	47.8	32.4
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
估值(倍)					
市盈率	21.1	91.7	15.7	12.9	10.8
核心业务市盈率	21.1	91.7	15.7	12.9	10.8
目标价对应核心业务市盈率	32.3	140.3	24.0	19.7	16.6
市净率	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
价格/现金流	5.9	21.8	4.6	5.9	5.1
企业价值/息税折旧前利润	9.2	11.9	7.2	5.9	4.9
周转率					
存货周转天数	45.9	59.4	42.9	29.3	23.7
应收帐款周转天数	19.1	7.8	7.6	7.7	7.7
应付帐款周转天数	25.4	38.7	34.4	33.4	27.4
回报率(%)					
股息支付率	51.0	63.3	45.0	48.9	160.6
净资产收益率	5.6	1.3	7.3	8.3	9.1
资产收益率	3.8	1.2	4.4	5.1	5.9
已运用资本收益率	5.6	1.7	6.8	8.1	9.4

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	78,037	69,874	88,910	96,936	106,880
销售成本	(69,891)	(65,721)	(79,281)	(85,122)	(93,337)
经营费用	1,178	3,756	4,014	4,126	4,108
经营利润(息税前利润)	4,544	1,641	6,293	8,178	9,535
折旧及摊销	(4,780)	(6,268)	(7,349)	(7,762)	(8,116)
息税折旧前利润	9,324	7,909	13,643	15,939	17,651
净利息收入/(费用)	(777)	(940)	(1,067)	(1,163)	(1,054)
其他收益/(损失)	80	176	0	0	0
税前利润	3,847	877	5,227	7,014	8,481
所得税	(854)	(166)	(1,223)	(1,704)	(2,061)
少数股东权益	0	41	0	0	0
净利润	2,993	752	4,003	5,310	6,420
核心净利润	2,993	752	4,003	5,310	6,420
每股收益(人民币)	0.414	0.104	0.553	0.734	0.887
核心每股收益(人民币)	0.414	0.104	0.553	0.734	0.887
每股股息(人民币)	0.210	0.060	0.249	0.330	1.287
收入增长(%)	21	(10)	27	9	10
息税前利润增长(%)	(73)	(64)	284	30	17
息税折旧前利润增长(%)	(54)	(15)	72	17	11
每股收益增长(%)	(79)	(75)	432	33	21
核心每股收益增长(%)	(79)	(75)	432	33	21

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	2,974	2,242	4,046	2,624	4,600
应收帐款	3,000	4,145	5,274	5,750	6,340
库存	10,372	10,658	7,929	5,828	6,422
其他流动资产	6,454	9,592	12,342	12,772	13,306
流动资产总计	22,800	26,637	29,592	26,975	30,668
固定资产	62,045	66,729	82,484	79,673	76,506
无形资产	18	13	12	9	7
其他长期资产	9,963	9,746	2,871	2,871	2,871
长期资产总计	72,026	76,488	85,367	82,553	79,384
总资产	94,826	103,125	114,959	109,527	110,053
应付帐款	7,805	6,744	7,299	5,051	5,566
短期债务	8,601	21,363	23,095	16,831	12,790
其他流动负债	7,743	9,721	11,161	11,786	12,664
流动负债总计	24,149	37,828	41,555	33,668	31,020
长期借款	17,565	11,502	16,715	15,046	13,474
其他长期负债	141	74	278	278	278
股本	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
储备	45,736	46,486	49,176	53,300	58,046
股东权益	52,971	53,721	56,411	60,535	65,281
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	94,826	103,125	114,959	109,527	110,053
每股帐面价值(人民币)	7.32	7.43	7.80	8.37	9.02
每股有形资产(人民币)	7.32	7.42	7.80	8.37	9.02
每股净负债(现金)(人民币)	3.21	4.23	4.94	4.04	2.99

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	3,847	877	5,227	7,014	8,481
折旧与摊销	4,780	6,268	7,349	7,762	8,116
净利息费用	777	940	1,067	1,163	1,054
运营资本变动	6,110	(93)	4,624	432	742
税金	(854)	(166)	(1,223)	(1,704)	(2,061)
其他经营现金流	(3,829)	(4,855)	(3,199)	(3,487)	(3,159)
经营活动产生的现金流	10,831	2,971	13,845	11,180	13,173
购买固定资产净值	(7,342)	(8,000)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(8,637)	2,760	0	0	0
投资活动产生的现金流	(15,979)	(5,240)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	4,219	4,036	5,452	1,132	807
支付股息	(3,979)	(1,519)	(434)	(1,801)	(2,389)
其他融资现金流	149	(980)	(9,059)	(7,933)	(5,614)
融资活动产生的现金流	389	1,537	(4,041)	(8,603)	(7,197)
现金变动	(4,759)	(732)	1,804	(1,422)	1,977
期初现金	7,733	2,974	2,242	4,046	2,624
公司自由现金流	(5,148)	(2,269)	5,845	7,180	9,173
权益自由现金流	(1,706)	827	10,230	7,149	8,926

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	11.9	11.3	15.3	16.4	16.5
息税前利润率	5.8	2.3	7.1	8.4	8.9
税前利润率	4.9	1.3	5.9	7.2	7.9
净利率	3.8	1.1	4.5	5.5	6.0
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.7	0.7	0.8	1.0
利息覆盖率	5.8	1.7	5.9	7.0	9.0
净权益负债率(%)	43.8	57.0	63.4	48.3	33.2
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8
估值(倍)					
市盈率	25.0	99.4	18.7	14.1	11.6
核心业务市盈率	25.0	99.4	18.7	14.1	11.6
目标价对应核心业务市盈率	30.2	120.2	22.6	17.0	14.1
市净率	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流	6.9	25.2	5.4	6.7	5.7
企业价值/息税折旧前利润	10.3	13.1	8.0	6.4	5.4
周转率					
存货周转天数	49.8	58.4	42.8	29.5	24.0
应收帐款周转天数	22.2	18.7	19.3	20.8	20.6
应付帐款周转天数	24.6	38.0	28.8	23.3	18.1
回报率(%)					
股息支付率	50.8	57.7	45.0	45.0	145.0
净资产收益率	5.6	1.4	7.3	9.1	10.2
资产收益率	3.9	1.3	4.4	5.5	6.6
已运用资本收益率	5.9	2.0	6.9	8.7	10.4

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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。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