

2010年9月30日

江西铜业

更为乐观

A
买入 (↑卖出)

 600362.SS - 人民币 30.13
 目标价格: 人民币 42.61 (↑22.94)

H
买入 (↑卖出)

 0358.HK - 港币 19.58
 目标价格: 港币 23.24 (↑10.31)

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

基于价格及产量预测上调, 我们将江西铜业股份2010-2012年盈利预测上调3.7%-31.5%。经过数月的去库存, 全球铜库存量从今年以来的最高点802,463吨下降至562,698吨; 上海期货交易所当前库存为94,365吨, 远低于今年以来的最高点189,441吨。我们相信, 由于库存水平降低、供应收紧且需求保持稳定, 铜价的下行风险有所降低。在调整盈利预测之后, 基于2倍远期市净率(即2006-2008年的平均水平, 当时的铜价与目前类似), 我们也将H股目标价上调至23.24港币。基于4.7倍远期市净率估值(2006-2008年平均水平), 我们将A股目标价上调至42.61元人民币。我们将A股及H股评级都由卖出上调为买入。

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(%)	(25)	4	18	(8)
相对新华富时A50指数(%)	2	6	15	6

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)	3,023
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	36,431
3个月日均交易额(人民币 百万)	431
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
江西铜业集团公司	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*陈蓓蕾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

支撑评级的要点

- 全球铜供应量偏紧。
- 江西铜业将扩大上游生产。

评级面临的主要风险

- 全球经济下滑。
- 江西铜业遭受套保损失。

估值

- 我们将H股目标价上调至23.24港币, 同时将A股目标价上调至42.61元人民币。

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)	53,972	51,715	53,426	57,705	59,005
变动(%)	25	(4)	3	8	2
净利润(人民币 百万)	2,285	2,349	3,912	4,903	5,545
全面摊薄每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.294	1.622	1.834
变动(%)	(49.6)	2.8	66.5	25.3	13.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.311	1.633	2.048
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.245	1.238	1.395
调整幅度(%)	-	-	3.9	31.0	31.5
核心每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.294	1.622	1.834
变动(%)	(49.6)	2.8	66.5	25.3	13.1
全面摊薄市盈率(倍)	39.9	38.8	23.3	18.6	16.4
核心市盈率(倍)	39.9	38.8	23.3	18.6	16.4
每股现金流量(人民币)	1.55	0.85	2.37	1.37	2.55
价格/每股现金流量(倍)	19.4	35.5	12.7	21.9	11.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.7	21.4	13.7	11.1	9.8
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.389	0.488	0.552
股息率(%)	0.3	0.3	1.3	1.6	1.8

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(%)	7	20	32	13
相对恒生中国企业指数(%)	9	11	25	9

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)	3,023
流通股(%)	40
流通股市值(港币 百万)	23,675
3个月日均交易额(港币 百万)	239
净负债比率(%) (2010E)	9

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)	53,693	51,431	53,426	57,705	59,005
变动(%)	24	(4)	4	8	2
净利润(人民币 百万)	2,285	2,383	3,915	4,920	5,566
全面摊薄每股收益(人民币)	0.756	0.788	1.295	1.628	1.841
变动(%)	(50.7)	4.3	64.3	25.7	13.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.211	1.518	1.596
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.249	1.238	1.400
调整幅度(%)	-	-	3.7	31.5	31.5
核心每股收益(人民币)	0.756	0.788	1.295	1.628	1.841
变动(%)	(50.7)	4.3	64.3	25.7	13.1
全面摊薄市盈率(倍)	22.3	21.4	13.0	10.4	9.2
核心市盈率(倍)	22.3	21.4	13.0	10.4	9.2
每股现金流量(人民币)	2.23	0.84	2.13	1.18	2.38
价格/每股现金流量(倍)	7.6	20.0	7.9	14.4	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.5	13.2	8.1	6.8	5.8
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.389	0.488	0.552
股息率(%)	0.5	0.5	2.3	2.9	3.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上调 2010-2012 年盈利预测

由于金属价格及城门山与德兴矿产量假设上调, 我们将江西铜业 2010-2012 年盈利预测上调 3.7%-31.5%。同时, 我们将 2011 及 2012 年铜年产量预测由 170,000 吨上调至 210,000 吨。我们也对铜价预测进行了微调, 以反映对前景的乐观预计。

图表 2. 江西铜业集团所属矿山产量

矿山	2010E	2011E	2012E
城门山	8,000	15,000	15,000
德兴	138,000	167,000	167,000
永平	15,000	15,000	15,000
武山	13,000	13,000	13,000
总计	174,000	210,000	210,000

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

铜价预期更为乐观

2010 年上半年公司 62.4% 的经营利润都来自铜销售, 金和银的销售加起来只占到 21.7% (硫酸占比 7.7%)。我们对铜价前景的预期由悲观转为乐观, 原因如下: 1) 中国去库存后库存量有所降低; 2) 全球供应量偏紧; 3) 中国的铜需求更为稳定。因此, 我们上调了铜价预期。

图表 3. 铜价格预测

(美元/磅)	2011E	2012E
旧	3.17	3.49
新	3.50	3.60

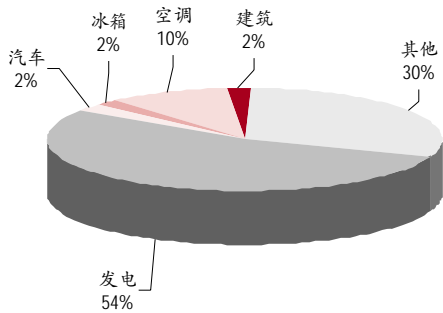
资料来源: 中银国际研究预测

图表 4. 盈利敏感性

假设	2011E
上游铜产量每变动 1%	0.6
铜价格每变动 1%	1.4
金价每变动 1%	1.0

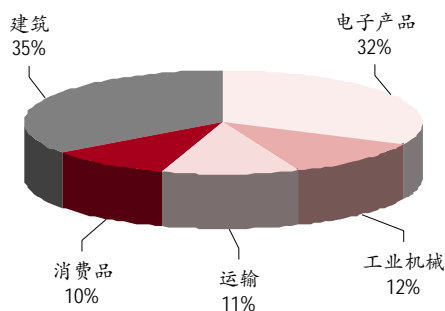
资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 5. 中国铜消耗量情况分析



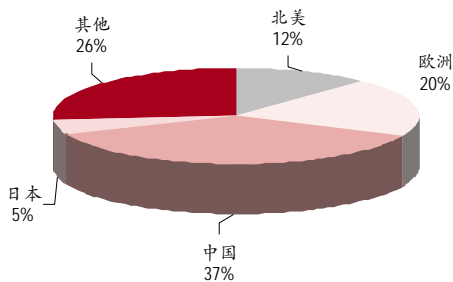
资料来源: 国际铜业研究组织及中银国际研究预测

图表 6. 全球铜消耗量情况分析



资料来源: 国际铜业研究组织及中银国际研究预测

图表 7. 全球市场需求量占比

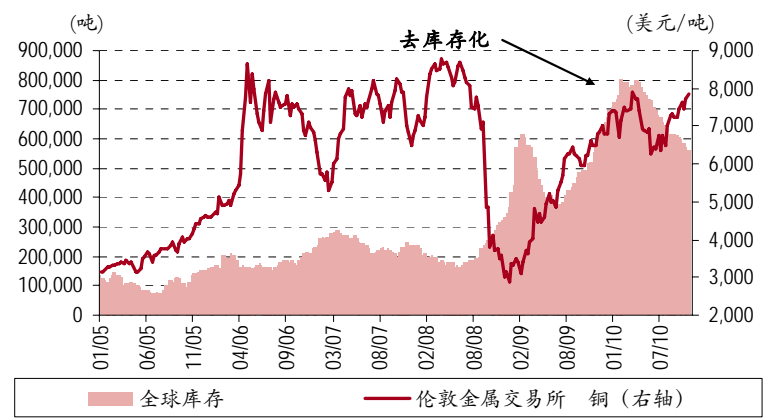


资料来源: 国际铜业研究组织及中银国际研究预测

去库存化趋势健康

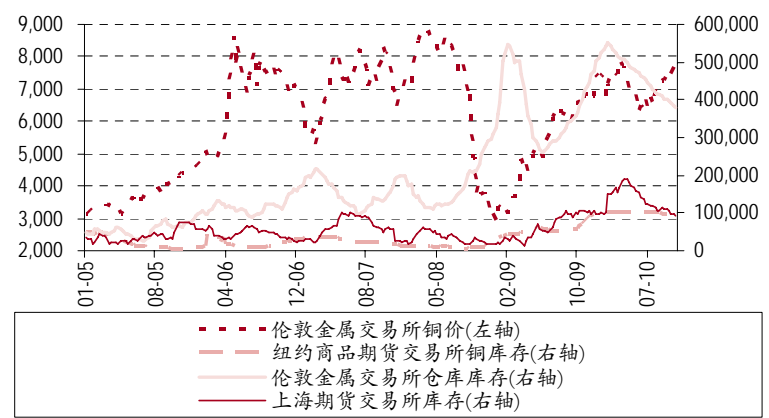
今年初我们对铜库存水平保持警惕, 并担心去库存化可能拖累全球及中国铜价的未来走势。正如我们所料, 今年的去库存化趋势限制了铜价的上升。随着 4 季度的来临, 全球铜库存量(尤其是上海期货市场中)经过数月的去库存后目前已处于健康水平。

图表 8. 全球铜库存量



资料来源: 彭博及中银国际研究预测

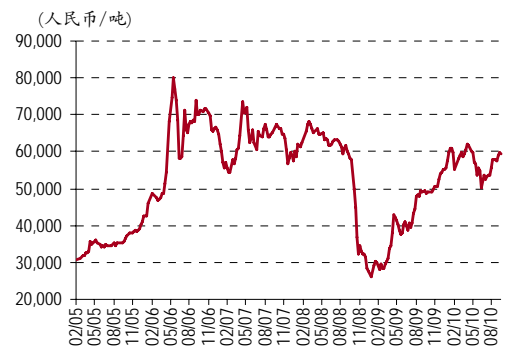
图表 9. 伦敦金属交易所 vs 上海期货交易所铜库存量



资料来源: 彭博及中银国际研究预测

全球铜供应收紧

正如我们年初所预测的那样, 去库存化、全球经济前景的不确定性、中国货币紧缩及大陆房地产调控措施都对今年的铜价产生了影响。但是铜供应将收紧, 这是因为: 1) 工人罢工; 2) 智利地震; 3) 环境成本上升; 4) 矿石品位降低, 给铜价造成下行压力。我们对铜供应紧缺感到惊喜, 并预测 2011 年将出现铜供应的短缺。

图表 10. 中国铜价


资料来源：彭博

图表 11. 今年以来全球精炼铜需求

(千吨)	2009	10年3月	10年4月	10年5月	10年6月
全球精炼铜产量	18,367	1,585	1,578	1,603	1,632
全球精炼铜消耗量	18,197	1,701	1,650	1,700	1,716
铜供应过剩/(短缺)	170	(116)	(72)	(97)	(84)

资料来源：国际铜业研究小组

图表 12. 全球精炼铜市场

(千吨)	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
全球精炼铜产量	17,469	17,911	18,467	18,367	19,080	19,652	20,242
全球精炼铜消耗量	17,523	18,290	18,163	18,197	19,106	20,062	20,664
铜供应过剩/(短缺)	(54)	(379)	304	170	(26)	(410)	(422)

资料来源：国际铜业研究小组

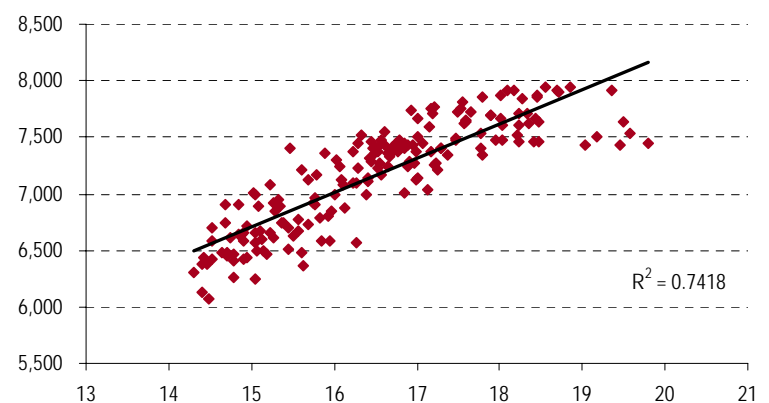
图表 13. 中国铜供需

(千吨)	产量	进口	出口	消费量
2001	1,523	835	51	2,250
2002	1,632	1,181	77	2,680
2003	1,836	1,357	64	3,030
2004	2,199	1,200	124	3,400
2005	2,600	1,222	140	3,682
2006	3,006	827	243	4,020
2007	3,497	1,494	126	4,562
2008	3,740	1,456	96	4,900
2009	4,040	3,185	70	5,600
2010E	4,555	3,000	70	6,074
2011E	4,888	1,768	69	6,588

资料来源：安泰科，中银国际研究预测

估值

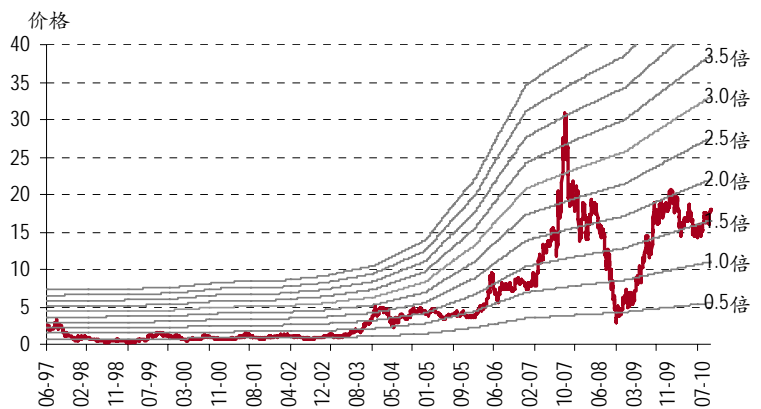
今年以来，江西铜业股价与伦敦金属交易所铜价的关联度高达 0.7。我们注意到，今年以来公司 H 股股价上涨了 6.3%，A 股股价下跌了 25%。

图表 14. 江西铜业股价与伦敦金属交易所铜价关联度


资料来源：彭博

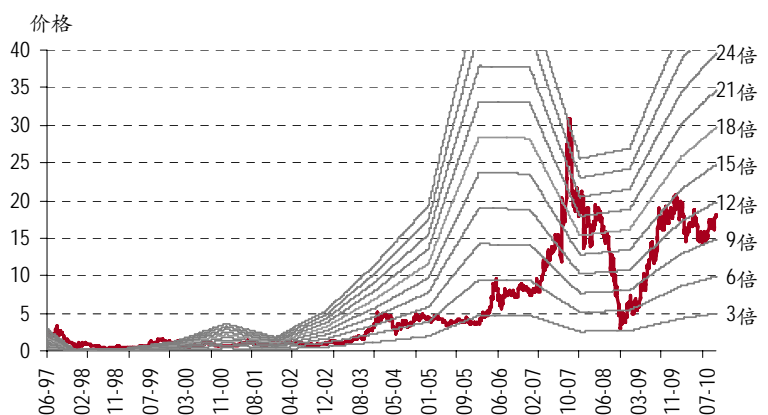
由于对未来铜价的预期更为乐观，我们对公司 A 股及 H 股的目标估值均作了上调。我们认为使用 2006-2008 年的市账率作为估值基准较为合理，我们假设铜价将于未来两年内在每吨 7,000 美元至 8,500 美元的范围内徘徊，与 2006-2008 年的水平相若。H 股基于 2 倍 2011 年预期市净率（2006-2008 年的平均水平，当时的铜价约为 7,537 美元/吨或 3.41 美元/磅，而此前是 1.05 倍市净率），A 股基于 4.7 倍 2011 年预期市净率（此前是 3 倍市净率）。在上调盈利预测和目标市净率后，我们将 H 股目标价由 10.31 港币上调至 23.24 港币。在我们的目标估值下，H 股当前股价相当于 12.3 倍 2011 年预期市盈率的合理水平，而历史平均水平为 19.5 倍。此外，基于 4.7 倍 2011 年预期市净率，我们将 A 股目标价由 22.94 人民币上调至 42.61 人民币。在我们的目标估值下，A 股当前股价相当于 26.3 倍 2011 年预期市盈率，而历史平均水平为 22.6 倍。我们将该股评级由卖出上调至买入。

图表 15. 远期市净率(H 股)



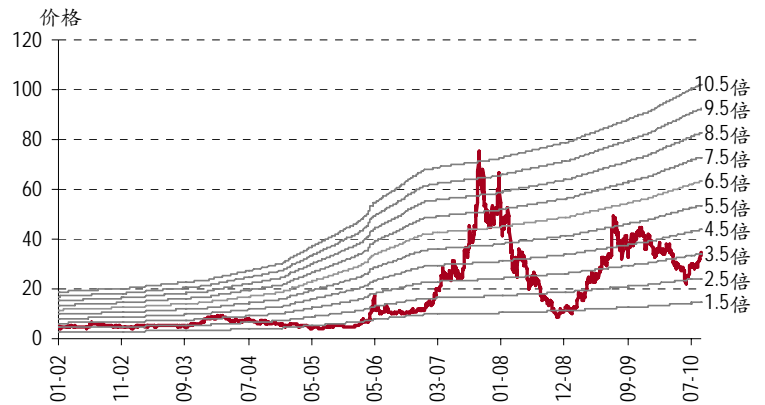
资料来源：彭博，中银国际研究预测

图表 16. 远期市盈率(H 股)



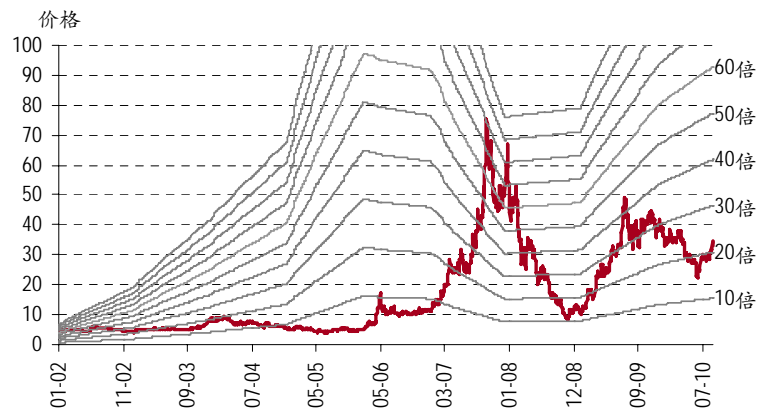
资料来源：彭博，中银国际研究预测

图表 17. 远期市净率(A股)



资料来源: 彭博, 中银国际研究预测

图表 18. 远期市盈率(A股)



资料来源: 彭博, 中银国际研究预测

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	53,972	51,715	53,426	57,705	59,005
销售成本	(47,445)	(46,148)	(46,642)	(49,627)	(50,162)
经营费用	(2,341)	(1,256)	(310)	150	141
经营利润(息税前利润)	3,327	3,476	5,650	7,267	7,999
折旧及摊销	(859)	(834)	(824)	(961)	(985)
息税折旧前利润	4,186	4,310	6,474	8,228	8,985
净利息收入(费用)	(490)	(367)	(458)	(330)	(204)
其他收益/(损失)	161	67	70	(350)	(350)
税前利润	2,998	3,176	5,262	6,588	7,445
所得税	(801)	(830)	(1,316)	(1,651)	(1,867)
少数股东权益	88	3	(34)	(34)	(34)
净利润	2,285	2,349	3,912	4,903	5,545
核心净利润	2,285	2,349	3,912	4,903	5,545
每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.294	1.622	1.834
核心每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.294	1.622	1.834
每股股息(人民币)	0.080	0.100	0.389	0.488	0.552
收入增长(%)	25	(4)	3	8	2
息税前利润增长(%)	(41)	4	63	29	10
息税折旧前利润增长(%)	(33)	3	50	27	9
每股收益增长(%)	(50)	3	67	25	13
核心每股收益增长(%)	(50)	3	67	25	13

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	4,140	3,600	5,480	2,499	6,040
应收帐款	1,356	1,729	3,948	4,265	4,361
库存	6,886	11,490	6,729	7,159	7,235
其他流动资产	5,348	3,767	1,854	2,285	1,642
流动资产总计	17,730	20,587	18,011	16,208	19,278
固定资产	14,053	15,168	16,483	17,522	18,537
无形资产	0	1,104	0	0	0
其他长期资产	2,367	1,176	1,520	1,461	1,425
长期资产总计	16,420	17,448	18,003	18,983	19,962
总资产	34,151	38,034	36,013	35,191	39,240
应付帐款	1,328	2,140	1,341	1,430	1,445
短期债务	3,434	4,478	2,531	2,531	2,531
其他流动负债	3,046	2,887	3,166	1,832	1,937
流动负债总计	7,809	9,505	7,038	5,793	5,914
长期借款	147	112	0	0	0
其他长期负债	5,076	5,242	4,948	1,930	1,929
股本	3,023	3,023	3,023	3,023	3,023
储备	17,729	19,791	20,518	23,962	27,858
股东权益	20,752	22,814	23,541	26,985	30,881
少数股东权益	367	361	487	483	516
总负债及权益	34,151	38,034	36,013	35,191	39,240
每股帐面价值(人民币)	6.87	7.55	7.79	8.93	10.22
每股有形资产(人民币)	6.87	7.18	7.79	8.93	10.22
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.18)	0.33	(0.98)	0.01	(1.16)

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	2,998	3,176	5,262	6,588	7,445
折旧与摊销	859	834	824	961	985
净利息费用	490	367	458	330	204
运营资本变动	4,148	(800)	1,992	(2,423)	591
税金	(3,640)	(830)	(1,316)	(1,651)	(1,867)
其他经营现金流	(161)	(181)	(70)	350	350
经营活动产生的现金流	4,694	2,567	7,150	4,154	7,709
购买固定资产净值	(4,150)	(2,128)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	0	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	(4,150)	(2,128)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	403	(979)	(3,270)	(5,134)	(2,169)
融资活动产生的现金流	403	(979)	(3,270)	(5,134)	(2,169)
现金变动	946	(540)	1,880	(2,981)	3,540
期初现金	3,194	4,140	3,600	5,480	2,499
公司自由现金流	596	477	5,203	2,214	5,773
权益自由现金流	53	116	4,694	1,827	5,507

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	7.8	8.3	12.1	14.3	15.2
息税前利润率	6.2	6.7	10.6	12.6	13.6
税前利润率	5.6	6.1	9.8	11.4	12.6
净利率	4.2	4.5	7.3	8.5	9.4
流动性(倍)					
流动比率	2.3	2.2	2.6	2.8	3.3
利息覆盖率	6.8	9.5	12.3	22.1	39.2
净权益负债率(%)	净现金	4.3	净现金	0.1	净现金
速动比率	1.4	1.0	1.6	1.6	2.0
估值(倍)					
市盈率	39.9	38.8	23.3	18.6	16.4
核心业务市盈率	39.9	38.8	23.3	18.6	16.4
目标价对应核心业务市盈率	56.4	54.8	32.9	26.3	23.2
市净率	4.4	4.0	3.9	3.4	2.9
价格/现金流	19.4	35.5	12.7	21.9	11.8
企业价值/息税折旧前利润	21.7	21.4	13.7	11.1	9.8
周转率					
存货周转天数	63.8	72.7	71.3	51.1	52.4
应收帐款周转天数	11.2	10.9	19.4	26.0	26.7
应付帐款周转天数	11.0	12.2	11.9	8.8	8.9
回报率(%)					
股息支付率	10.6	12.9	30.0	30.1	30.1
净资产收益率	11.3	10.8	16.9	19.4	19.2
资产收益率	7.1	7.1	11.4	15.3	16.1
已运用资本收益率	12.0	13.3	20.8	25.7	25.0

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	53,693	51,431	53,426	57,705	59,005
销售成本	(47,433)	(46,453)	(46,348)	(49,311)	(49,838)
经营费用	(2,120)	(618)	(449)	(535)	(542)
经营利润(息税前利润)	3,349	3,431	5,659	6,865	7,604
折旧及摊销	(791)	(929)	(970)	(995)	(1,021)
息税折旧前利润	4,141	4,360	6,629	7,860	8,626
净利息收入(费用)	(490)	(323)	(456)	(327)	(202)
其他收益/(损失)	139	102	62	67	64
税前利润	2,998	3,211	5,264	6,605	7,467
所得税	(801)	(830)	(1,316)	(1,651)	(1,867)
少数股东权益	88	2	(34)	(34)	(34)
净利润	2,285	2,383	3,915	4,920	5,566
核心净利润	2,285	2,383	3,915	4,920	5,566
每股收益(人民币)	0.756	0.788	1.295	1.628	1.841
核心每股收益(人民币)	0.756	0.788	1.295	1.628	1.841
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.389	0.488	0.552
收入增长(%)	24	(4)	4	8	2
息税前利润增长(%)	(42)	2	65	21	11
息税折旧前利润增长(%)	(34)	5	52	19	10
每股收益增长(%)	(51)	4	64	26	13
核心每股收益增长(%)	(51)	4	64	26	13

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	4,406	4,147	7,924	4,944	8,484
应收帐款	3,976	2,465	3,957	4,274	4,370
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	9,710	14,375	10,283	11,617	10,062
流动资产总计	18,092	20,988	22,164	20,834	22,916
固定资产	14,053	15,168	16,343	17,383	18,397
无形资产	525	406	406	406	406
其他长期资产	1,834	1,866	1,818	1,799	1,763
长期资产总计	16,412	17,440	18,568	19,587	20,566
总资产	34,505	38,428	40,731	40,421	43,482
应付帐款	1,415	4,087	1,382	1,471	1,486
短期债务	3,676	2,965	2,965	2,965	2,965
其他流动负债	3,073	2,847	4,175	3,052	1,975
流动负债总计	8,163	9,899	8,522	7,488	6,427
长期借款	4,895	5,060	5,060	2,042	2,041
其他长期负债	328	294	166	166	166
股本	3,023	3,023	3,023	3,023	3,023
储备	17,729	19,791	23,528	27,274	31,364
股东权益	20,752	22,814	26,551	30,297	34,387
少数股东权益	367	361	433	429	462
总负债及权益	34,505	38,428	40,731	40,421	43,482
每股帐面价值(人民币)	6.87	7.55	8.78	10.02	11.38
每股有形资产(人民币)	6.69	7.41	8.65	9.89	11.24
每股净负债/(现金)(人民币)	1.53	2.09	0.84	0.83	(0.34)

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	2,998	3,211	5,264	6,605	7,467
折旧与摊销	791	929	970	995	1,021
净利息费用	490	323	456	327	202
运营资本变动	3,633	(989)	1,225	(2,685)	397
税金	(1,228)	(830)	(1,316)	(1,651)	(1,867)
其他经营现金流	68	(94)	(146)	(34)	(36)
经营活动产生的现金流	6,752	2,549	6,453	3,557	7,184
购买固定资产净值	(4,055)	(2,128)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1,206	288	917	321	230
投资活动产生的现金流	(2,849)	(1,840)	(1,083)	(1,679)	(1,770)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(6,949)	(821)	0	0	0
支付股息	(242)	(302)	(1,174)	(1,476)	(1,670)
其他融资现金流	3,969	(3,725)	(2,315)	(5,279)	(2,101)
融资活动产生的现金流	(3,222)	(4,849)	(3,490)	(6,755)	(3,771)
现金变动	681	(4,139)	1,880	(4,878)	1,643
期初现金	3,264	5,842	3,600	7,377	4,397
公司自由现金流	3,956	748	5,424	1,938	5,478
权益自由现金流	(3,537)	(435)	4,914	1,550	5,213

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	7.7	8.5	12.4	13.6	14.6
息税前利润率(6.2	6.7	10.6	11.9	12.9
税前利润率	5.6	6.2	9.9	11.4	12.7
净利率	4.3	4.6	7.3	8.5	9.4
流动性(倍)					
流动比率	2.2	2.1	2.6	2.8	3.6
利息覆盖率	6.2	9.5	11.1	17.7	28.6
净权益负债率(%)	21.9	27.3	9.4	8.2	净现金
速动比率	2.2	2.1	2.6	2.8	3.6
估值(倍)					
市盈率	22.3	21.4	13.0	10.4	9.2
核心业务市盈率	22.3	21.4	13.0	10.4	9.2
目标价对应核心业务市盈率	26.5	25.4	15.5	12.3	10.9
市净率	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
价格/现金流	7.6	20.0	7.9	14.4	7.1
企业价值/息税折旧前利润	13.5	13.2	8.1	6.8	5.8
周转率					
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款周转天数	31.7	22.9	21.9	26.0	26.7
应付帐款周转天数	12.2	19.5	18.7	9.0	9.1
回报率(%)					
股息支付率	10.6	10.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	11.3	10.9	15.9	17.3	17.2
资产收益率	7.1	7.0	10.7	12.7	13.6
已运用资本收益率	11.1	11.3	17.1	19.4	20.1

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 2010 年 9 月 28 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(无论与否修改)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 Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资者”或“专业投资者”，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