

2010年10月29日

中国铝业

下调盈利预测

A 持有

601600.SS - 人民币 13.14

目标价格: 人民币 9.68

H 卖出

2600.HK - 港币 7.34

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 (%)	(9)	21	29	(9)
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	3	16	(1)

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)	53,314
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	618
净负债比率 (%) (2010E)	108
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

在3季度业绩电话会之后,我们将中国铝业2010-12年的盈利预测分别下调46.7%、20%和30%。随着能源成本上升,我们认为不断上升的成本压力依然是中短期内公司面临的主要风险。此外,4季度的节能减排措施带来的减产无疑会对公司的盈利产生一定的影响。虽然国内已经开始减产铝制品,但是我们认为2011年我国仍将有380亿吨的过剩产能存在,且中央政府可能抛售铝库存的举措会给短期内的国内铝价蒙上一层阴影。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

- 国内铝价将在16,000人民币/吨-17,500人民币/吨的范围内振荡;
- 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;
- 过剩产能淘汰快于预期。

估值

- 我们的A股目标价9.68人民币是基于2.5倍2011年预期市净率,H股目标价4.58港币是基于1倍2011年预期市净率。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

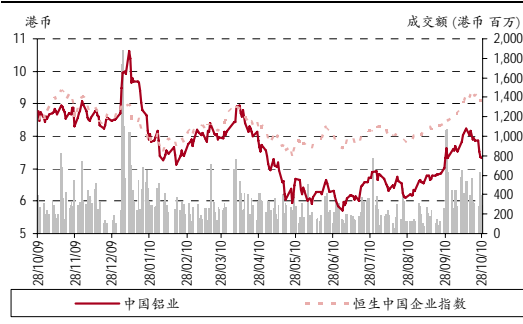
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	76,728	70,268	101,356	113,611	118,707
变动 (%)	(10)	(8)	44	12	4
净利润 (人民币 百万)	9	(4,646)	1,046	2,135	3,212
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.077	0.158	0.237
变动 (%)	(99.9)	(52,824.3)	(122.5)	104.2	50.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.146	0.280	0.343
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.145	0.195	0.340
调整幅度 (%)	-	-	(46.7)	(19.0)	(30.2)
核心每股收益 (人民币)	0.001	(0.344)	0.077	0.158	0.237
变动 (%)	(99.9)	(52,824.3)	(122.5)	104.2	50.4
全面摊薄市盈率 (倍)	20167.0	N/M	170.0	83.2	55.3
核心市盈率 (倍)	20167.0	N/M	170.0	83.2	55.3
每股现金流量 (人民币)	0.15	(0.36)	0.66	0.52	0.84
价格/每股现金流量 (倍)	87.7	(36.1)	19.9	25.3	15.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	24.6	81.1	21.9	19.6	16.2
每股股息 (人民币)	0.052	0.000	0.012	0.024	0.036
股息率 (%)	0.4	0.0	0.1	0.2	0.3

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>, thomsonreuters.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(%)	(14)	0	9	(16)
相对恒生中国企业指数(%)	(18)	(9)	(2)	(20)

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)	29,781
3 个月日均交易额(港币百万)	290
净负债比率(%) (2010E)	107

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	101,356	113,611	118,707
变动(%)	(10)	(8)	44	12	4
净利润(人民币 百万)	19	(4,643)	1,045	2,136	3,211
全面摊薄每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.077	0.158	0.237
变动(%)	(99.8)	4,704.6	(122.5)	104.3	50.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.100	0.261	0.413
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.145	0.195	0.340
调整幅度(%)	-	-	(46.7)	(19.0)	(30.2)
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.077	0.158	0.237
变动(%)	(99.8)	4,704.6	(122.5)	104.3	50.4
全面摊薄市盈率(倍)	4536.0	N/M	81.9	40.1	26.7
核心市盈率(倍)	4536.0	N/M	81.9	40.1	26.7
每股现金流量(人民币)	0.19	(0.29)	0.33	0.49	0.93
价格/每股现金流量(倍)	33.1	(22.1)	19.4	12.9	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.2	43.5	13.4	12.0	9.9
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.012	0.024	0.036
股息率(%)	0.8	0.0	0.2	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

3 季度业绩电话会主要信息

中国铝业披露 3 季度业绩, 期内净亏损 1.18 亿人民币(2 季度亏损 9,700 万人民币)。我们参加了公司的电话会议, 会议要点概括如下: 1) 3 季度经营数据; 2) 4 季度成本与减产展望; 3) 未来企业降低成本、向其他金属领域(例如采矿业)逐步渗透的策略。进军采矿业对公司的发展有利, 但是前景并不明朗, 而且节能措施也有可能也会导致成本上升。我们认为公司的基本面依然较差, 因此我们将 2010-12 年的盈利预测分别下调 46.7%、19% 和 30.2%, 对 A 股和 H 股分别维持持有和卖出评级。

3 季度经营状况

管理层透露, 7 月公司净亏损 3.67 亿人民币, 但是在 8 月扭亏为盈, 实现净利润 4,500 万人民币, 9 月实现净利润 2.04 亿人民币, 因此 3 季度实现净利润 1.18 亿人民币。始于 8 月的扭亏为盈主要是因为成本得到了良好的控制。我们预计 3 季度公司氧化铝总生产成本为 2,100 人民币/吨(现金成本为 1,650 人民币/吨), 铝生产总成本为 15,800 人民币/吨(现金成本为 12,500 人民币/吨)。

图表 2. 经营数据

	2009 年 3 季度	2010 年 3 季度	同比变动 %
氧化铝			
产量(千吨)	2,041	2,530	24.0
外销(千吨)	1,102	1,533	39.1
平均售价(不包含增值税)(人民币/吨)	1,903	2,237	17.6
铝			
产量(千吨)	884	988	11.8
外销(千吨)	702	1,174	67.2
平均售价(不包含增值税)(人民币/吨)	12,248	12,860	5.0
铝加工制品			
铝加工产量(千吨)	118	160	35.6
铝加工制品销量(千吨)	148	145	(2.0)

资料来源: 公司数据

成本前景及产量削减

我们估计, 期内中国铝业的平均电力成本为 0.42 元/千瓦时(含税), 同比上升 9.5%(约 0.04 元), 环比上升 2.4%(约 0.01 元)。我们预计, 明年中国铝业的电力成本将进一步上升 5%。为达到节能减排目标, 一些地方政府已强迫部分铝厂停止生产。中国铝业的管理层表示, 公司已关闭了 250,000 吨产能(约占总产能的 6.3%), 这一数字低于几家行业研究机构给出的 10%(约 400,000 吨)。我们认为, 受影响的铝厂大部分位于河南、广西、贵州和山西。尽管如此, 我们认为, 中国铝业 4 季度产量将出现下滑, 全年产量将下降 1.6%-2.5%。我们估计, 全国约有 150 万吨铝产能(约占全国总产能的 7%) 因节能减排而停产。另有 120 万吨新增产能将推迟至明年投产。

产能过剩限制国内铝价

尽管削减了部分产能, 中国的铝市场仍面临供给过剩的问题。安泰科咨询公司预计, 2010 年中国全国的铝产量为 1,750 万吨, 大于需求量 1,680 万吨。此外, 供给过剩的局面将持续至 2011 年, 2011 年全国供给和需求分别为 1,950 万吨和 1,880 万吨。产能方面, 据估计, 全国的铝冶炼产能在 2,130 万吨左右。我们认为, 供给和产能过剩将限制国内铝价, 未来, 国内铝价将在 16,000-17,500 元/吨的区间内震荡。

国家物资储备局出售储备铝

除了产能过剩的问题, 国家物资储备局抛售储备铝的行为也将抑制国内铝价。上周, 国家发改委宣布 11 月 1-2 日将通过国家物资储备局招标出售 96,000 吨国家储备铝锭。根据上海期货交易所提供数据, 这一数量相当于全部国家储备的 20% 左右。去年, 政府的战略储备机构——国家物资储备局从国内铝冶炼企业手中购买了约 590,000 吨铝锭。根据安泰科提供的数据, 中国市场上的原铝商业库存在 400,000-500,000 吨左右。

中国铝业计划将业务扩展至煤炭开采业

中国铝业宣布将与路鑫公司及山西铝厂成立合资公司。在合资公司中，中国铝业拥有 34% 的股份，山西铝厂持股 16%。中国铝业将向合资企业注资约 5.37 亿人民币，山西铝厂将注资 2.53 亿人民币。合资企业将在山西介休地区投资并改组 5 个煤炭开采公司，总储备约为 3 亿吨，高品质焦煤储量可供开采 75 年。我们的盈利预测并未将煤炭项目考虑在内，我们将对合资公司建设进程进行监控。我们相信，盈利所受的影响不会太大。

2010 年及 2011 年盈利预测下调

由于 2010 年 3 季度业绩令人失望且成本预测上升，我们将 2010 年盈利预测下调 46.7%，将 2012 年盈利预测下调 19%，将 2012 年盈利预测下调 30.2%。

估值

目前公司 H 股股价相当于 41.1 的 2011 年市盈率，我们维持对 H 股 **卖出** 评级并基于 1 倍 2011 年预期市净率，给出 4.58 港币的目标价。我们维持对 A 股的 **持有** 评级并基于 2.5 倍 2011 年预期市净率，给出 9.68 人民币的目标价。

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	101,356	113,611	118,707
销售成本	(70,193)	(69,325)	(93,030)	(104,067)	(106,866)
经营费用	1,791	1,819	2,877	3,118	3,237
经营利润(息税前利润)	2,586	(3,138)	4,115	5,298	7,576
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	11,203	12,662	15,078
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)	1,357	2,477	4,784
所得税	37	708	0	0	(1,196)
少数股东权益	(149)	37	(311)	(342)	(376)
净利润	9	(4,646)	1,046	2,135	3,212
核心净利润	9	(4,646)	1,046	2,135	3,212
每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.077	0.158	0.237
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.344)	0.077	0.158	0.237
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.012	0.024	0.036
收入增长(%)	(10)	(8)	44	12	4
息税前利润增长(%)	(84)	(221)	(231)	29	43
息税折旧前利润增长(%)	(59)	(67)	306	13	19
每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(123)	104	50
核心每股收益增长(%)	(100)	(52,824)	(123)	104	50

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	2,712	3,039	3,176
库存	19,910	20,423	26,403	29,535	30,327
其他流动资产	4,972	6,634	0	0	0
流动资产总计	42,557	36,334	36,963	37,697	41,865
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	151,225	153,400	159,066
应付帐款	4,825	6,172	6,399	7,158	7,350
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	9,172
流动负债总计	38,622	40,030	41,195	41,954	43,342
长期借款	24,169	25,899	42,804	42,804	42,804
其他长期负债	12,639	12,465	10,289	9,384	10,394
股本	13,525	13,525	13,525	13,525	13,525
储备	41,462	36,876	37,922	39,900	42,791
股东权益	54,986	50,401	51,446	53,425	56,316
少数股东权益	5,198	5,180	5,491	5,833	6,210
总负债及权益	135,615	133,975	151,225	153,400	159,066
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	3.80	3.95	4.16
每股有形资产(人民币)	3.72	3.36	3.58	3.73	3.95
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)	1,357	2,477	4,784
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)	525	(2,701)	459
税金	(1,509)	(201)	0	0	(1,196)
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)	8,942	7,032	11,418
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	(157)	(320)
其他融资现金流	461	1,544	(4,952)	(601)	1,142
融资活动产生的现金流	27,077	6,776	48	(758)	821
现金变动	7,243	(8,438)	(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	(19,834)	(15,214)	(58)	(1,968)	2,418
权益自由现金流	8,745	(9,923)	4,942	(1,968)	2,418

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	11.1	11.1	12.7
息税前利润率	3.4	(4.5)	4.1	4.7	6.4
税前利润率	0.2	(7.7)	1.3	2.2	4.0
净利率	0.0	(6.6)	1.0	1.9	2.7
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
利息覆盖率	1.5	(1.4)	1.4	1.7	2.5
净权益负债率(%)	36.7	73.8	108.5	108.8	98.0
速动比率	0.6	0.4	0.3	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	20167.0	N/M	170.0	83.2	55.3
核心业务市盈率	20167.0	N/M	170.0	83.2	55.3
目标价对应核心业务市盈率	14858.2	N/M	125.2	61.3	40.8
市净率	3.2	3.5	3.5	3.3	3.2
价格/现金流	87.7	(36.1)	19.9	25.3	15.6
企业价值/息税折旧前利润	24.6	81.1	21.9	19.6	16.2
周转率					
存货周转天数	91.7	106.2	91.9	98.1	102.2
应收帐款周转天数	12.0	7.1	7.4	9.2	9.6
应付帐款周转天数	22.2	28.6	22.6	21.8	22.3
回报率(%)					
股息支付率	7,980.9	n.a.	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	2.1	4.1	5.9
资产收益率	2.1	(2.3)	2.9	3.5	3.6
已运用资本收益率	2.7	(3.1)	3.6	4.1	5.8

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	101,356	113,611	118,707
销售成本	(70,961)	(69,079)	(92,627)	(103,615)	(106,394)
经营费用	1,474	2,158	2,616	2,865	2,992
经营利润(息税前利润)	1,832	(3,279)	4,257	5,496	7,802
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	11,345	12,861	15,304
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)	1,356	2,478	4,784
所得税	34	711	0	0	(1,196)
少数股东权益	(149)	37	(311)	(342)	(376)
净利润	19	(4,643)	1,045	2,136	3,211
核心净利润	19	(4,643)	1,045	2,136	3,211
每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.077	0.158	0.237
核心每股收益(人民币)	0.001	(0.343)	0.077	0.158	0.237
每股股息(人民币)	0.052	0.000	0.012	0.024	0.036
收入增长(%)	(10)	(8)	44	12	4
息税前利润增长(%)	(88)	(279)	(230)	29	42
息税折旧前利润增长(%)	(64)	(54)	239	13	19
每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(123)	104	50
核心每股收益增长(%)	(100)	(24,705)	(123)	104	50

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	4,621	5,180	5,412
库存	19,910	20,423	27,385	30,634	31,455
其他流动资产	4,298	4,849	2,600	3,022	1,942
流动资产总计	42,557	36,334	42,455	43,958	47,172
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	142,008	145,147	149,859
应付帐款	4,825	6,172	8,277	9,258	9,507
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	9,172
流动负债总计	38,622	40,030	42,072	43,054	44,498
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	37,922	39,737	42,628
股东权益	54,983	50,401	51,446	53,261	56,152
少数股东权益	5,198	5,180	5,491	5,834	6,210
总负债及权益	135,612	133,975	142,008	145,147	149,859
每股帐面价值(人民币)	4.07	3.73	3.80	3.94	4.15
每股有形资产(人民币)	3.84	3.50	3.58	3.72	3.94
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)	1,356	2,478	4,784
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)	(4,088)	(3,247)	1,470
税金	(1,509)	(201)	0	0	(1,196)
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	6,635	12,603
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	(157)	(320)
其他融资现金流	(121)	460	(420)	(204)	(43)
融资活动产生的现金流	26,495	5,692	4,580	(361)	(364)
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)	(2,365)	3,603
权益自由现金流	9,327	(8,839)	410	(2,365)	3,603

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	9.4	4.8	11.2	11.3	12.9
息税前利润率	2.4	(4.7)	4.2	4.8	6.6
税前利润率	0.2	(7.7)	1.3	2.2	4.0
净利率	0.0	(6.6)	1.0	1.9	2.7
流动性(倍)					
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
利息覆盖率	1.0	(1.4)	1.5	1.8	2.6
净权益负债率(%)	69.8	100.3	106.7	107.5	96.6
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4
估值(倍)					
市盈率	4536.0	N/M	81.9	40.1	26.7
核心业务市盈率	4536.0	N/M	81.9	40.1	26.7
目标价对应核心业务市盈率	2827.8	N/M	51.1	25.0	16.6
市净率	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5
价格/现金流	33.1	(22.1)	19.4	12.9	6.8
企业价值/息税折旧前利润	18.2	43.5	13.4	12.0	9.9
周转率					
存货周转天数	90.7	106.6	94.2	102.2	106.5
应收帐款周转天数	13.7	13.6	14.1	15.7	16.3
应付帐款周转天数	22.1	28.6	26.0	28.2	28.8
回报率(%)					
股息支付率	3,726.9	n.a.	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	0.0	(8.8)	2.1	4.1	5.9
资产收益率	1.5	(1.8)	3.1	3.8	4.0
已运用资本收益率	1.9	(2.7)	3.5	4.3	6.0

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(“上市集团”)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