

2011年1月19日

买入

A

600808.SS -人民币 3.39

目标价格: 人民币 4.38 (↓4.70)

持有

H

0323.HK -港币 4.25

目标价格: 港币 4.68 (↓5.20)

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(%)	(1)	(5)	(15)	(30)
相对新华富时A50指数(%)	2	0	(1)	(9)

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)	7,701
流通股 (%)	26
流通股市值 (人民币 百万)	6,683
3个月日均交易额 (人民币 百万)	119
净负债比率 (%) (2010E)	50
主要股东 (%)	
马钢集团	50

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*梁颖璋是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

马钢股份

2010财年业绩令人失望

马钢股份发布了业绩预增公告，2010财年（中国会计准则）下净利润可能同比增长50%以上，即净利润约5.89亿元人民币，这一数字比我们的预测和市场预期分别低53%和58%。我们维持对A股的买入评级和H股的持有评级，但将目标价分别下调至4.38人民币和4.68港币。

支撑评级的要点

- 公司2010财年盈利指导区间比我们的预测和市场预期低50%以上；
- 我们看到，原材料成本快速上涨导致利润率持续缩窄；
- 主要城市的钢材库存开始上升。

评级面临的主要风险

- 经济增长放缓或生产成本急剧上升。

估值

- 由于下调了盈利预测，我们将H股目标价由5.20港币下调至4.68港币（仍基于1.16倍的周期中部市净率），并维持对H股的持有评级。我们将A股目标价由4.70人民币下调至4.38人民币（仍基于1.2倍的周期中部市净率），并因估值具有吸引力维持对A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)	71,260	51,860	65,272	68,358	73,339
变动 (%)	-	(27)	26	5	7
净利润 (人民币 百万)	710	392	594	1,134	1,793
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.092	0.051	0.077	0.147	0.233
变动 (%)	-	(44.7)	51.3	90.9	58.2
市场预测每股收益 (人民币)	-	-	0.229	0.307	0.382
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.164	0.197	0.275
调整幅度 (%)	-	-	-	(25.4)	(15.5)
核心每股收益 (人民币)	0.092	0.051	0.077	0.147	0.233
变动 (%)	-	(44.7)	51.3	90.9	58.2
全面摊薄市盈率 (倍)	36.8	66.5	44.0	23.0	14.6
核心市盈率 (倍)	36.8	66.5	44.0	23.0	14.6
每股现金流量 (人民币)	1.09	0.87	0.87	1.13	1.26
价格/每股现金流量 (倍)	3.1	3.9	3.9	3.0	2.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.5	6.9	6.5	3.5	2.6
每股股息 (人民币)	0.000	0.040	0.027	0.052	0.081
股息率 (%)	0.0	1.2	0.8	1.5	2.4

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.bocresearch.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(%)	3	5	(15)	(21)
相对恒生中国企业指数 (%)	0	1	(12)	(27)

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)	7,701
流通股 (%)	26
流通股市值 (港币 百万)	8,378
3个月日均交易额 (港币 百万)	104
净负债比率 %(2010E)	51

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)	70,010	50,412	63,992	66,367	71,203
变动 (%)	-	(28)	27	4	7
净利润 (人民币 百万)	710	392	601	1,140	1,782
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.092	0.051	0.078	0.148	0.231
变动 (%)	(71)	(44.6)	52.9	89.7	56.1
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.205	0.300	0.406
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.192	0.202	0.278
调整幅度 (%)	-	-	(59.4)	(26.7)	(16.9)
核心每股收益 (人民币)	0.092	0.051	0.078	0.148	0.231
变动 (%)	-	(44.7)	53.0	89.9	56.3
全面摊薄市盈率 (倍)	39.0	70.6	46.2	24.3	15.6
核心市盈率 (倍)	39.0	70.6	46.2	24.3	15.6
每股现金流量 (人民币)	1.09	0.87	0.87	1.11	1.24
价格/每股现金流量 (倍)	3.3	4.2	4.1	3.2	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	6.9	7.0	3.8	2.8
每股股息 (人民币)	0.000	0.040	0.027	0.052	0.081
股息率 (%)	0.0	1.1	0.8	1.4	2.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

盈利比我们的预测低 50%以上

马钢股份发布了盈利预增公告，2010 财年中国会计准则下净利润可能同比增长 50%以上，即净利润至少 5.89 亿人民币，这一数字比我们的预测和市场预期分别低 53% 和 58%。

成本高于预期

根据公司发布的盈利指导区间，我们计算出 4 季度亏损约 4.68 亿人民币 (0.06 元/股)，大大低于我们之前预测的盈利 3.88 亿人民币，这主要是由于生产成本的上涨幅度高于预期且平均售价的上升幅度不及预期。也可能有一性项目拖累盈利。根据 SBI Steel 提供的数据，4 季度长材价格整体环比上涨 10% 板材价格环比上涨 1-5%，但铁矿石价格环比上涨 15%，焦炭价格环比上涨 6.2%。

传递成本上升面临困难

展望未来，我们认为生产成本 (即铁矿石和焦炭) 的上涨幅度仍将大于产品提价幅度，特别是在澳大利亚爆发洪水的影响下。我们认为，毛利率将持续承压。尽管公司没有太多回应进口焦炭供给的问题，但我们预计国内供应商将进一步提价从而使国内价格赶上进口价格。

由于国内的不利天气，建筑钢材需求依然疲软，主要城市的钢材库存开始上升。此外，运输部门的工作重点也由货运转向了旅客运输。截至 1 月 14 日，钢材库存月环比上升 7.8% 至 1,380 万吨 (周环比上升 2.1%)，其中长材库存月环比上升 18% 至 610 万吨 (周环比上升 4.8%)；板材库存月环比上升 0.8% 至 760 万吨 (周环比持平)。

维持持有评级，目标价 4.68 港币

由于上调了生产成本假设且 1 季度利润率可能仍然较低，因此我们将 2010-12 财年盈利预测下调了 17- 59%，我们将 H 股目标价由 5.20 港币下调至 4.68 港币 (仍基于 1.16 倍的周期中市净率)，并维持对 H 股的 **持有** 评级。我们将 A 股目标价由 4.70 人民币下调至 4.38 人民币 (仍基于 1.2 倍的周期中市净率)。鉴于盈利指导区间令人失望，因此我们认为市场预期可能会持续下调，从而带来更多负面情绪。公司计划于 3 月底公布全年业绩。

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	71,260	51,860	65,272	68,358	73,339
销售成本	(65,932)	(49,326)	(61,811)	(64,102)	(67,933)
经营费用	1,308	3,396	2,887	4,264	3,844
经营利润(息税前利润)	2,070	1,109	2,022	2,896	3,662
折旧及摊销	(4,566)	(4,821)	(4,327)	(5,624)	(5,589)
息税折旧前利润	6,635	5,930	6,349	8,520	9,251
净利润收入/(费用)	(1,576)	(939)	(790)	(773)	(736)
其他收益/(损失)	312	393	(383)	(383)	(383)
税前利润	805	563	849	1,739	2,543
所得税	(75)	(29)	(212)	(435)	(636)
少数股东权益	(21)	(141)	(42)	(171)	(114)
净利润	710	392	594	1,134	1,793
核心净利润	710	392	594	1,134	1,793
每股收益(人民币)	0.092	0.051	0.077	0.147	0.233
核心每股收益(人民币)	0.092	0.051	0.077	0.147	0.233
每股股息(人民币)	0.000	0.040	0.027	0.052	0.081
收入增长(%)	NA	(27)	26	5	7
息税前利润增长(%)	NA	(46)	82	43	26
息税折旧前利润增长(%)	NA	(11)	7	34	9
每股收益增长(%)	NA	(45)	51	91	58
核心每股收益增长(%)	NA	(45)	51	91	58

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	5,951	8,700	9,169	14,378	20,357
应收帐款	1,894	5,269	6,657	6,904	7,407
库存	9,848	8,989	9,446	9,693	10,272
其他流动资产	1,547	1,092	2,029	2,281	2,787
流动资产总计	19,240	24,049	27,301	33,256	40,823
固定资产	43,524	40,294	39,067	33,023	27,018
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	3,380	3,639	3,525	3,531	3,525
长期资产总计	46,904	43,934	42,592	36,554	30,543
总资产	66,144	67,983	69,893	69,809	71,366
应付帐款	8,574	11,715	11,381	9,678	10,376
短期债务	1,154	1,173	2,786	3,264	3,550
其他流动负债	8,652	8,561	8,695	14,649	13,782
流动负债总计	18,380	21,450	22,861	27,590	27,708
长期借款	20,659	18,769	18,934	12,817	12,348
其他长期负债	578	580	0	0	0
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
储备	18,306	18,764	19,678	20,982	22,890
股东权益	26,007	26,465	27,379	28,683	30,591
少数股东权益	520	720	720	720	720
总负债及权益	66,145	67,984	69,894	69,810	71,367
每股帐面价值(人民币)	3.38	3.44	3.56	3.72	3.97
每股有形资产(人民币)	3.38	3.44	3.56	3.72	3.97
每股净负债/(现金)(人民币)	2.13	1.84	1.84	0.43	(0.37)

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	805	563	849	1,739	2,543
折旧与摊销	4,566	4,821	4,327	5,624	5,589
净利润费用	1,576	939	790	773	736
运营资本变动	660	528	220	120	344
税金	(75)	(29)	(212)	(435)	(636)
其他经营现金流	855	(152)	717	883	1,114
经营活动产生的现金流	8,388	6,669	6,690	8,706	9,689
购买固定资产净值	(3,523)	(1,613)	(3,500)	(1,000)	(1,000)
投资减少/增加	5	34	(400)	(420)	(417)
其他投资现金流	196	(2,424)	(121)	9	(3)
投资活动产生的现金流	(3,323)	(4,004)	(4,021)	(1,411)	(1,420)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(2,271)	(536)	120	(914)	(931)
支付股息	(1,081)	(1,242)	(210)	(399)	(624)
其他融资现金流	(1,761)	(564)	(790)	(773)	(736)
融资活动产生的现金流	(5,113)	(2,342)	(880)	(2,087)	(2,291)
现金变动	(48)	323	1,789	5,208	5,978
期初现金	5,524	5,437	5,781	7,569	12,778
公司自由现金流	5,065	2,665	2,669	7,295	8,269
权益自由现金流	1,081	1,574	1,999	5,607	6,602

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	9.3	11.4	9.7	12.5	12.6
息税前利润率	2.9	2.1	3.1	4.2	5.0
税前利润率	1.1	1.1	1.3	2.5	3.5
净利率	1.0	0.8	0.9	1.7	2.4
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.5
利息覆盖率	1.3	1.2	2.6	3.7	5.0
净权益负债率(%)	61.7	52.1	50.4	11.2	净现金
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.9	1.1
估值(倍)					
市盈率	36.8	66.5	44.0	23.0	14.6
核心业务市盈率	36.8	66.5	44.0	23.0	14.6
目标价对应核心业务市盈率	47.5	85.9	56.8	29.8	18.8
市净率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
价格/现金流	3.1	3.9	3.9	3.0	2.7
企业价值/息税折旧前利润	6.5	6.9	6.5	3.5	2.6
周转率					
存货周转天数	54.5	69.7	54.4	54.5	53.6
应收帐款周转天数	9.7	25.2	33.3	36.2	35.6
应付帐款周转天数	43.9	71.4	64.6	56.2	49.9
回报率(%)					
股息支付率	0.0	78.5	35.4	35.2	34.8
净资产收益率	2.7	1.5	2.2	4.0	6.1
资产收益率	2.8	1.6	2.2	3.1	3.9
已运用资本收益率	4.3	2.3	4.2	6.1	7.9

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	70,010	50,412	63,992	66,367	71,203
销售成本	(65,778)	(47,675)	(60,522)	(62,102)	(65,812)
经营费用	2,780	3,467	2,504	3,881	3,461
经营利润(息税前利润)	2,447	1,384	1,647	2,522	3,264
折旧及摊销	(4,566)	(4,821)	(4,327)	(5,624)	(5,589)
息税折旧前利润	7,012	6,204	5,974	8,146	8,853
净利润收入/(费用)	(1,840)	(1,004)	(790)	(773)	(736)
其他收益/(损失)	199	183	0	0	0
税前利润	806	563	857	1,748	2,528
所得税	(75)	(29)	(214)	(437)	(632)
少数股东权益	(21)	(141)	(42)	(171)	(114)
净利润	710	392	601	1,140	1,782
核心净利润	710	392	601	1,140	1,782
每股收益(人民币)	0.092	0.051	0.078	0.148	0.231
核心每股收益(人民币)	0.092	0.051	0.078	0.148	0.231
每股股息(人民币)	0.000	0.040	0.027	0.052	0.081
收入增长(%)	NA	(28)	27	4	7
息税前利润增长(%)	NA	(43)	19	53	29
息税折旧前利润增长(%)	NA	(12)	(4)	36	9
每股收益增长(%)	NA	(45)	53	90	56
核心每股收益增长(%)	NA	(45)	53	90	56

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	5,955	8,701	9,170	14,379	20,357
应收帐款	1,894	5,244	6,657	6,904	7,407
库存	9,703	8,836	9,286	9,528	10,097
其他流动资产	1,835	1,411	1,712	1,764	1,871
流动资产总计	19,386	24,192	26,824	32,575	39,732
固定资产	43,524	40,294	39,067	33,023	27,018
无形资产	85	109	109	109	109
其他长期资产	3,288	3,530	3,525	3,530	3,525
长期资产总计	46,897	43,934	42,701	36,663	30,652
总资产	66,284	68,126	69,525	69,238	70,384
应付帐款	8,574	11,715	11,381	9,678	10,376
短期债务	1,378	1,989	2,786	3,264	3,550
其他流动负债	8,574	7,887	8,695	14,649	13,782
流动负债总计	18,526	21,592	22,861	27,590	27,708
长期借款	20,659	18,769	18,934	12,817	12,348
其他长期负债	571	580	0	0	0
股本	7,701	7,701	7,701	7,701	7,701
储备	18,306	18,764	19,309	20,410	21,907
股东权益	26,007	26,465	27,010	28,111	29,608
少数股东权益	520	720	720	720	720
总负债及权益	66,284	68,126	69,525	69,238	70,384
每股帐面价值(人民币)	3.38	3.44	3.51	3.65	3.84
每股有形资产(人民币)	3.37	3.42	3.49	3.64	3.83
每股净负债/(现金)(人民币)	2.16	1.95	1.84	0.43	(0.37)

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	806	563	857	1,748	2,528
折旧与摊销	4,566	4,821	4,327	5,624	5,589
净利润费用	1,840	1,004	790	773	736
运营资本变动	660	716	220	120	344
税金	(686)	(158)	(214)	(437)	(632)
其他经营现金流	1,202	(277)	723	754	990
经营活动产生的现金流	8,388	6,669	6,703	8,583	9,554
购买固定资产净值	(3,523)	(1,613)	(3,500)	(1,000)	(1,000)
投资减少/增加	5	34	(400)	(420)	(417)
其他投资现金流	198	(2,424)	(135)	132	132
投资活动产生的现金流	(3,321)	(4,004)	(4,035)	(1,287)	(1,285)
净增权益	3,071	0	0	0	0
净增债务	(5,428)	(1,447)	120	(914)	(931)
支付股息	(1,081)	(400)	(210)	(399)	(624)
其他融资现金流	(1,675)	(495)	(790)	(773)	(736)
融资活动产生的现金流	(5,113)	(2,342)	(880)	(2,087)	(2,291)
现金变动	(47)	323	1,788	5,209	5,979
期初现金	5,524	5,437	5,781	7,569	12,778
公司自由现金流	5,067	2,665	2,668	7,296	8,269
权益自由现金流	(2,074)	664	1,999	5,608	6,602

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	10.0	12.3	9.3	12.3	12.4
息税前利润率	3.5	2.7	2.6	3.8	4.6
税前利润率	1.2	1.1	1.3	2.6	3.6
净利率	1.0	0.8	0.9	1.7	2.5
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4
利息覆盖率	1.3	1.4	2.1	3.3	4.4
净权益负债率(%)	62.6	55.1	51.0	11.5	净现金
速动比率	0.5	0.7	0.8	0.8	1.1
估值(倍)					
市盈率	39.0	70.6	46.2	24.3	15.6
核心业务市盈率	39.0	70.6	46.2	24.3	15.6
目标价对应核心业务市盈率	43.0	77.8	50.8	26.8	17.1
市净率	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9
价格/现金流	3.3	4.2	4.1	3.2	2.9
企业价值/息税折旧前利润	6.3	6.9	7.0	3.8	2.8
周转率					
存货周转天数	53.8	71.0	54.6	55.3	54.4
应收帐款周转天数	9.9	25.8	33.9	37.3	36.7
应付帐款周转天数	44.7	73.5	65.9	57.9	51.4
回报率(%)					
股息支付率	0.0	78.5	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	2.7	1.5	2.2	4.1	6.2
资产收益率	3.3	2.0	1.8	2.7	3.5
已运用资本收益率	5.0	2.9	3.4	5.3	7.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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