

2011年2月24日

A

买入

600362.SS - 人民币 40.13

目标价格: 人民币 49.70 (▲42.61)

H

买入

0358.HK - 港币 24.55

目标价格: 港币 29.50 (▲23.24)

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(%)	(11)	10	18	16
相对新华富时A50指数(%)	(12)	7	18	27

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)	3,462.73
流通股(%)	61.23
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,492
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
江西铜业集团公司	38.77

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

江西铜业

铜价走高大幅提升公司盈利

中国在“十二五”期间将大量投资的电网和保障房建设以及美国的经济复苏使得铜的需求未来保持旺盛, 国际铜业组织预计2011年全球铜市将由2010年的供应过剩变为有43.6万吨的缺口。我们预计在全球流动性充裕的背景下, 铜市场供应紧张将进一步推高铜价。我们将2010-12年的铜价预测分别上调了5.63%, 15.31%, 8.36%, 并分别上调了江西铜业2010年~2012年每股盈利预测25.8%、22.5%和21.9%。我们将A股目标价上调至49.70元人民币, 将H股目标价上调至29.50港币, 并维持对公司A股和H股的买入评级。

支撑评级的要点

- 全球铜供应紧缺、通胀持续和流动性过剩有望持续推高铜等大宗商品价格
- 德兴铜矿技改工程有望扩大公司自给精矿产量

评级面临的主要风险

- 全球货币紧缩使得资金流出商品市场。

估值

- 我们将A股目标价上调至49.70元人民币, 这是基于25倍的2011年市盈率, 较同类公司的平均水平有45%的折价。我们同时将H股目标价上调至29.50港币, 这是基于12.5倍2011年市盈率。

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)	53,972	51,715	66,252	77,723	76,577
变动(%)	-	(4)	28	17	(1)
净利润(人民币 百万)	2,285	2,349	5,639	6,881	7,724
全面摊薄每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.628	1.987	2.230
变动(%)	-	2.8	109.5	22.0	12.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.359	1.780	2.112
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.294	1.622	1.834
调整幅度(%)	-	-	25.8	22.5	21.6
核心每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.628	1.987	2.230
变动(%)	-	2.8	109.5	22.0	12.2
全面摊薄市盈率(倍)	53.1	51.6	24.6	20.2	18.0
核心市盈率(倍)	53.1	51.6	24.6	20.2	18.0
每股现金流量(人民币)	2.07	0.57	0.36	1.33	1.43
价格/每股现金流量(倍)	19.4	70.4	111.7	30.2	28.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.5	27.3	15.5	12.6	10.7
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.326	0.397	0.446
股息率(%)	0.0	0.1	0.8	1.0	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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(%)	(5)	(4)	7	50
相对恒生中国企业指数(%)	(1)	0	11	45

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)	29,685.9
3个月日均交易额(港币 百万)	371

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)	53,972	51,715	66,252	77,723	76,577
变动(%)	-	(4)	28	17	(1)
净利润(人民币 百万)	2,285	2,349	5,639	6,881	7,724
全面摊薄每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.628	1.987	2.230
变动(%)	-	2.8	109.5	22.0	12.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.294	1.622	1.834
调整幅度(%)	-	-	25.8	22.5	21.6
核心每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.628	1.987	2.230
变动(%)	-	2.8	109.5	22.0	12.2
全面摊薄市盈率(倍)	32.5	31.6	15.1	12.4	11.0
核心市盈率(倍)	32.5	31.6	15.1	12.4	11.0
每股现金流量(人民币)	2.07	0.57	0.36	1.33	1.43
价格/每股现金流量(倍)	7.1	18.2	44.9	6.7	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.2	23.5	12.3	9.9	8.4
每股股息(人民币)	0.08	0.1	0.334	0.398	0.447
股息率(%)	0.2	0.3	0.9	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

流动性泛滥、通胀持续和供给紧张将继续推高铜价

随着美国于2010年第四季度第二轮量化宽松政策(OE2)的推出,全球货币超发趋势明显。我们认为将会有大量的货币流入大宗商品市场,从而推高商品价格。

同时我们认为铜的未来需求形势良好。目前中国是全球主要铜消费国,未来“十二五”期间中国电网投资、保障房建设将保持较快的增长,从而使得铜的需求保持旺盛的态势。此外铜的供给一方面受现有铜矿品位下降影响,另一方面大型铜矿的罢工一直困扰着铜市场的供应。国际铜业组织(ICSG)认为,2011年全球铜市将由2010年的供应过剩变得供应不足,缺口将达到43.6万吨。

在全球通胀的预期下,资源的价值得到进一步的体现,我们相信铜作为最具有代表性的金属品种,在供需的有力支撑下,将资金的追捧。

我们将2010-12年的铜价预测分别上调了5.63%,15.31%,8.36%。同样我们也相信在流动性过剩背景下的黄金和白银价格将保持高位运行。

图表 2.铜价预测

(人民币/吨)	2010	2011E	2012E
原假设	59,656	71,103	68,727
最新假设	56,478	61,660	63,422
变动(%)	5.63	15.31	8.36

资料来源: 中银国际研究部

德兴和城门山矿区技改工程有望增加自给铜矿量

公司全资拥有的德兴铜矿是中国最大的铜矿之一。目前德兴铜矿日生产能力约为10万吨,德兴铜矿扩大采选规模技改工程可将铜矿日生产能力提升至13万吨,为公司新增年铜矿(金属量)约4万吨。我们相信德兴铜矿技改工程的竣工将进一步提升公司铜矿自给率,并进而提升公司盈利能力。

此外公司非公开增发项目城门山铜矿二期扩建工程有望于 2011 年起陆续建成投产。受益于此城门山铜矿日采选矿能力有望从 2,000 吨/天增长至 7,000 吨/天，每年新增铜精矿约 12,700 余吨。

认股权证行权资金投入项目

公司于 2010 年 10 月 8 日完成认股权证的行权工作，共计募集资金 67.38 亿元。根据募集资金项目规划，公司将陆续将这笔资金按照轻重应用于以下项目，同时将募集资金置换公司前期已投入的自筹资金。

图表 3. 认股权证行权后资金投入项目

(亿元)	承诺募集资金 使用量	截止日先期 投入资金
德兴铜矿扩大采选生产规模技术改造	25.8	16.26
阿富汗铜矿采矿权的竞标和开发	12.0	0.58
加拿大北秘鲁铜业公司股权的收购	13.0	9.0
总共		25.84

资料来源：中银国际研究部

上调江西铜业的盈利预测

根据公司公告的 2010 年业绩预告，公司 2010 年每股盈利将同比上涨 90%~110%，即约为 1.48~1.64 元。我们计算第四季度每股盈利范围为 0.36~0.52，而第三季度每股收益为 0.42 元，与此同时 2010 年第四季度大陆现货铜价较第三季度上扬了 13.5%，我们认为第四季度盈利基本可以反映出了当期铜价的上涨趋势。

此外据 2011 年 2 月 12 日华尔街日报消息，江西铜业有计划在 2011 年将阴极铜冶炼产能拓展至 100 万吨，我们相信这将有助于继续巩固公司业内冶炼龙头地位。

由于铜价假设的上调，我们将江西铜业 2010-1012 年每股盈利预测上调 25.8%、22.5%和 21.9%至 1.63、1.99 和 2.23 元。

估值便宜

我们认为以铜为代表的大宗商品价格在流动性推动下将继续走高，江西铜业作为国内矿产自给率最高的铜类企业，将充分受益于铜价上涨带来的收益。由于盈利预测上调，我们将A股目标价上调17%至49.70元人民币，这是基于25倍的2011年市盈率，较同类公司的平均水平有高达约45%的折价。

2010年11月初~2011年1月底A和H股同时上市的三家有色金属企业：江西铜业(0358.HK/港币24.55; 600362.SS/人民币40.13)，中国铝业(2600.HK/港币10.83; 601600.SS/人民币10.36)和紫金矿业(2899.HK/港币7.81; 601899.SS/人民币7.18)，H股股价相对A股股价有28%~48%的折价。基于这一现象，我们以12.5倍2011年市盈率（即H股相对A股折价50%）给江西铜业H股估值，相对应的H股目标为29.50元港币（上调约27%）。

我们维持对公司A股和H股的**买入**评级。

图表 4.A股铜类上市公司估值（2011年2月22日）

证券简称	证券代码	收盘价 (人民币)	每股收益 (元/股)			市盈率 (倍)	
			2009	2010E	2011E	2010	2011
江西铜业	600362.SS	40.13	0.78	1.628	1.99	24.6	20.2
云南铜业	000878.SZ	26.33	0.30	0.29	0.63	89.4	41.5
铜陵有色	000630.SZ	29.10	0.47	0.59	0.62	49.4	47.3
平均*			0.38	0.44	0.62	69.4	44.4

资料来源：中银国际研究部；*指剔除江西铜业

图表 5.A/H股有色金属公司股价（10年11月~11年1月均价）

证券简称	A股 证券代码	H股 证券代码	A股价 (人民币)	H股股价 (港币)	H/A股 股价比*
江西铜业	600362.SS	358.HK	39.74	24.55	51.90%
中国铝业	601600.SH	2600.HK	10.65	7.30	57.60%
紫金矿业	601899.SH	2899.HK	8.35	7.18	72.20%
平均					60.60%

资料来源：中银国际研究部，*计入汇率因素

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	53,972	51,715	66,252	77,723	76,577
销售成本	(47,166)	(46,148)	(57,136)	(66,033)	(63,499)
经营费用	(2,573)	(1,148)	(551)	(1,336)	(1,057)
经营利润(息税前利润)	4,233	4,419	8,565	10,353	12,021
折旧及摊销	(843)	(943)	(947)	(1,045)	(1,144)
息税折旧前利润	3,390	3,476	7,618	9,308	10,877
净利息收入(费用)	(387)	(367)	77	83	110
其他收益/(损失)	(5)	67	24	28	40
税前利润	2,998	3,176	7,719	9,420	11,027
所得税	(801)	(830)	(2,084)	(2,543)	(3,308)
少数股东权益	88	3	4	5	5
净利润	2,285	2,349	5,639	6,881	7,724
核心净利润	2,285	2,349	5,639	6,881	7,724
每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.628	1.987	2.230
核心每股收益(人民币)	0.756	0.777	1.628	1.987	2.230
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.326	0.397	0.446
收入增长(%)	n.a.	(4)	28	17	(1)
息税前利润增长(%)	n.a.	3	119	22	17
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	4	94	21	16
每股收益增长(%)	n.a.	3	110	22	12
核心每股收益增长(%)	n.a.	3	110	22	12

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	4,140	3,600	9,938	10,881	12,252
应收帐款	1,356	1,729	2,120	2,487	2,680
库存	6,886	11,490	17,141	20,470	22,225
其他流动资产	5,348	3,767	5,876	7,290	9,673
流动资产总计	17,730	20,586	35,075	41,129	46,830
固定资产	11,794	12,405	13,507	14,438	15,378
无形资产	1,152	1,104	1,049	993	938
其他长期资产	3,475	3,938	3,809	3,723	3,221
长期资产总计	16,420	17,448	18,364	19,155	19,537
总资产	34,151	38,034	53,439	60,283	66,367
应付帐款	1,328	2,140	2,571	2,971	2,921
短期债务	2,963	2,531	2,893	1,839	782
其他流动负债	3,518	4,834	7,576	9,140	9,937
流动负债总计	7,809	9,505	13,040	13,951	13,640
长期借款	147	112	283	319	347
其他长期负债	5,075	5,242	5,696	6,093	6,286
股本	3,023	3,023	3,463	3,463	3,463
储备	17,730	19,791	30,600	36,105	42,284
股东权益	20,752	22,814	34,063	39,568	45,747
少数股东权益	367	361	357	353	348
总负债及权益	34,151	38,034	53,439	60,283	66,367
每股帐面价值(人民币)	6.87	7.55	9.84	11.43	13.21
每股有形资产(人民币)	6.48	7.18	9.53	11.14	12.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	(0.32)	(1.95)	(2.52)	(3.21)

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	7,719	9,420	11,027
折旧与摊销	843	943	947	1,045	1,144
净利息费用	354	342	(77)	(83)	(110)
运营资本变动	(9,921)	(11,082)	(22,035)	(27,177)	(33,190)
税金	(801)	(830)	(2,084)	(2,543)	(3,308)
其他经营现金流	12,777	9,172	16,774	23,948	29,391
经营活动产生的现金流	6,249	1,722	1,244	4,609	4,953
购买固定资产净值	(2,469)	(2,857)	(1,708)	(1,789)	(1,426)
投资减少/增加	(1,602)	(296)	0	0	0
其他投资现金流	0	11	156	46	101
投资活动产生的现金流	(4,071)	(3,143)	(1,553)	(1,744)	(1,325)
净增权益	0	0	6,738	0	0
净增债务	(394)	(418)	533	(1,018)	(1,029)
支付股息	0	(1,700)	(1,128)	(1,376)	(1,545)
其他融资现金流	(904)	2,998	504	473	317
融资活动产生的现金流	(1,298)	880	6,647	(1,922)	(2,257)
现金变动	880	(540)	6,338	943	1,371
期初现金	3,260	4,140	3,600	9,938	10,881
公司自由现金流	2,178	(1,417)	(309)	2,866	3,628
权益自由现金流	1,397	(2,202)	205	1,830	2,583

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	8.5	12.9	13.3	15.7
息税前利润率	6.3	6.7	11.5	12.0	14.2
税前利润率	5.6	6.1	11.7	12.1	14.4
净利率	4.2	4.5	8.5	8.9	10.1
流动性(倍)					
流动比率	2.3	2.2	2.7	2.9	3.4
利息覆盖率	8.8	9.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.4	1.0	1.4	1.5	1.8
估值(倍)					
市盈率	53.1	51.6	24.6	20.2	18.0
核心业务市盈率	53.1	51.6	24.6	20.2	18.0
目标价对应核心业务市盈率	65.7	64.0	30.5	25.0	22.3
市净率	5.8	5.3	4.1	3.5	3.0
价格/现金流	19.4	70.4	111.7	30.2	28.1
企业价值/息税折旧前利润	28.5	27.3	15.5	12.6	10.7
周转率					
存货周转天数	53.3	72.7	91.5	103.9	122.7
应收帐款周转天数	9.2	12.2	10.6	10.8	12.3
应付帐款周转天数	9.0	15.1	13.0	13.0	14.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	6.4	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	11.0	10.3	19.8	18.7	18.1
资产收益率	7.3	6.8	12.2	12.0	12.0
已运用资本收益率	14.0	13.5	24.1	23.5	24.5

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	66,252	77,723	76,577
销售成本	(47,433)	(46,453)	(57,136)	(66,033)	(63,499)
经营费用	(2,120)	(618)	(551)	(1,336)	(1,057)
经营利润(息税前利润)	3,349	3,431	8,565	10,353	12,021
折旧及摊销	(791)	(929)	(947)	(1,045)	(1,144)
息税折旧前利润	4,141	4,360	7,618	9,308	10,877
净利息收入(费用)	(490)	(323)	77	83	110
其他收益/(损失)	139	102	24	28	40
税前利润	2,998	3,211	7,719	9,420	11,027
所得税	(801)	(830)	(2,084)	(2,543)	(3,308)
少数股东权益	88	2	4	5	5
净利润	2,285	2,383	5,639	6,881	7,724
核心净利润	2,285	2,383	5,639	6,881	7,724
每股收益(人民币)	0.76	0.78	1.628	1.987	2.230
核心每股收益(人民币)	0.76	0.78	1.628	1.987	2.230
每股股息(人民币)	0.080	0.1	0.326	0.397	0.446
收入增长(%)	24	(4)	28	17	(1)
息税前利润增长(%)	(42)	2	119	22	17
息税折旧前利润增长(%)	(34)	5	94	21	16
每股收益增长(%)	(51)	4	110	22	12
核心每股收益增长(%)	(51)	4	110	22	12

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	9,938	10,881	12,252
应收帐款	1,356	1,729	2,120	2,487	2,680
库存	6,886	11,490	17,141	20,470	22,225
其他流动资产	5,444	3,622	5,876	7,290	9,673
流动资产总计	18,092	20,988	35,075	41,129	46,830
固定资产	11,794	12,405	13,507	14,438	15,378
无形资产	1,151	1,104	1,049	993	938
其他长期资产	3,467	3,931	3,809	3,723	3,221
长期资产总计	16,412	17,440	18,364	19,155	19,537
总资产	34,505	38,428	53,439	60,283	66,367
应付帐款	1,328	2,140	2,571	2,971	2,921
短期债务	3,963	2,531	2,893	1,839	782
其他流动负债	2,517	4,834	7,576	9,140	9,937
流动负债总计	7,808	9,505	13,040	13,951	13,640
长期借款	147	112	283	319	347
其他长期负债	328	294	5,696	6,093	6,286
股本	3,023	3,023	3,463	3,463	3,463
储备	17,729	19,791	30,600	36,105	42,284
股东权益	20,752	22,814	34,063	39,568	45,747
少数股东权益	367	361	357	353	348
总负债及权益	34,505	38,428	53,439	60,283	66,367
每股帐面价值(人民币)	6.87	7.55	9.84	11.43	13.21
每股有形资产(人民币)	6.69	7.41	9.53	11.14	12.94
每股净负债/(现金)(人民币)	1.53	2.09	(1.95)	(2.52)	(3.21)

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	7,719	9,420	11,027
折旧与摊销	791	929	947	1,045	1,144
净利息费用	490	323	(77)	(83)	(110)
运营资本变动	3,633	(989)	(22,035)	(27,177)	(33,190)
税金	(1,228)	(830)	(2,084)	(2,543)	(3,308)
其他经营现金流	(435)	(922)	16,774	23,948	29,391
经营活动产生的现金流	6,249	1,722	1,244	4,609	4,953
购买固定资产净值	(4,055)	(2,128)	(1,708)	(1,789)	(1,426)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(16)	(1,015)	156	46	101
投资活动产生的现金流	(4,071)	(3,143)	(1,553)	(1,744)	(1,325)
净增权益	0	0	6,738	0	0
净增债务	(6,949)	(821)	533	(1,018)	(1,029)
支付股息	(242)	(302)	(1,128)	(1,376)	(1,545)
其他融资现金流	6,155	300	(43)	473	317
融资活动产生的现金流	(1,036)	1,162	6,100	(1,922)	(2,257)
现金变动	1,142	(259)	5,791	943	1,371
期初现金	3,264	4,406	4,147	9,938	10,881
公司自由现金流	3,956	748	(309)	2,866	3,628
权益自由现金流	(3,537)	(435)	205	1,830	2,583

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	7.8	8.5	12.9	13.3	15.7
息税前利润率(6.3	6.7	11.5	12.0	14.2
税前利润率	5.6	6.1	11.7	12.1	14.4
净利率	4.2	4.5	8.5	8.9	10.1
流动性(倍)					
流动比率	2.3	2.2	2.7	2.9	3.4
利息覆盖率	8.8	9.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.4	1.0	1.4	1.5	1.8
估值(倍)					
市盈率	32.5	31.6	15.1	12.4	11.0
核心业务市盈率	32.5	31.6	15.1	12.4	11.0
目标价对应核心业务市盈率	37.3	36.3	17.3	14.2	12.6
市净率	3.6	3.3	2.5	2.1	1.9
价格/现金流	7.1	18.2	44.9	6.7	9.7
企业价值/息税折旧前利润	24.2	23.5	12.3	9.9	8.4
周转率					
存货周转天数	53.3	72.7	91.5	103.9	122.7
应收帐款周转天数	9.2	12.2	10.6	10.8	12.3
应付帐款周转天数	9.0	15.1	13.0	13.0	14.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	6.4	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	11.0	10.3	19.8	18.7	18.1
资产收益率	7.3	6.8	12.2	12.0	12.0
已运用资本收益率	14.0	13.5	24.1	23.5	24.5

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，其可行性將取決於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