

2009 年 4 月 29 日

# 金钼股份

## 1 季度盈利大幅下降

**A**
**持有**

601958.SS - 人民币 15.09

目标价格: 人民币 13.20 (▼14.30)

乐宇坤

+8621 6860 4866 (8559)

yukun.le@bocigroup.com

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

|                  | 今年至今 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------------------|------|------|------|-------|
| 绝对(%)            | 50   | 0    | 18   | (38)  |
| 相对新华富时 A50 指数(%) | 20   | 1    | 0    | 1     |

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 发行股数 (百万)          | 2,689 |
| 流通股 (%)            | 20    |
| 流通股市值 (人民币 百万)     | 8,119 |
| 3 个月日均交易额 (人民币 百万) | 600   |
| 净负债比率 (%)          | 净现金   |
| 主要股东 (%)           |       |
| 金堆城钼业集团有限公司        | 76    |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

金钼股份公告 09 年 1 季度净利润同比下降 91% 至 8,530 万人民币, 占我们全年预测 15.3%。毛利率由上年的 67% 收窄至 30%。业绩下滑主要是由于 09 年 1 季度钼均价同比下降了 58-73%, 另外, 09 年 1 季度净利润较 08 年 4 季度环比大幅下降 57%。我们对 09-11 年的盈利预测下调了 3-9%。考虑到金钼股份的行业领军地位以及丰富的资源储备和较高的自给率, 我们认为公司估值应较高。由于盈利预测有所下调, 我们将目标价由 14.30 元人民币下调为 13.20 元, 维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 进口上升可能对国内价格形成下行压力。
- 国外需求大幅萎缩。
- 公司对深加工产品的大量投入短期盈利贡献不大。

### 评级面临的风险因素

- 公司具有成本竞争优势。
- 公司有充裕的现金来支撑未来的收购行动。
- 中国经济回暖早于预期。

### 估值

- 我们将目标价由 14.30 元人民币下调为 13.20 元, 较我们现金流折现法得出的净资产值有 10% 的溢价, 相当于 2.7 倍的 09 年市净率。在现金流折现计算中我们考虑到了汝阳公司的盈利贡献, 但是没有计入未来可能注入的资产。

### 投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日   | 2007  | 2008   | 2009E  | 2010E | 2011E |
|------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 销售收入 (人民币 百万)    | 5,365 | 5,294  | 2,673  | 2,889 | 3,506 |
| 变动 (%)           | 9     | (1)    | (50)   | 8     | 21    |
| 净利润 (人民币 百万)     | 3,172 | 2,808  | 508    | 645   | 858   |
| 全面摊薄每股收益 (人民币)   | 1.475 | 1.119  | 0.189  | 0.240 | 0.319 |
| 变动 (%)           | -     | (24.1) | (83.1) | 26.9  | 33.0  |
| 市场预期每股收益         | -     | -      | 0.350  | 0.532 | 0.480 |
| 先前预测每股收益 (人民币)   | -     | -      | 0.21   | 0.25  | 0.33  |
| 变动 (%)           | -     | -      | (8.6)  | (4.4) | (2.9) |
| 核心每股收益 (人民币)     | 1.475 | 1.119  | 0.189  | 0.240 | 0.319 |
| 变动 (%)           | -     | (24.1) | (83.1) | 26.9  | 33.0  |
| 全面摊薄市盈率 (倍)      | 10.2  | 13.5   | 79.8   | 62.9  | 47.3  |
| 核心市盈率 (倍)        | 10.2  | 13.5   | 79.8   | 62.9  | 47.3  |
| 每股现金流量 (人民币)     | 1.37  | 0.84   | 0.32   | 0.30  | 0.44  |
| 价格/每股现金流量 (倍)    | 11.0  | 18.0   | 47.2   | 50.0  | 34.4  |
| 企业价值/息税折旧前利润 (倍) | 8.0   | 9.3    | 51.9   | 35.9  | 22.9  |
| 每股股息 (人民币)       | 0.496 | 0.471  | 0.067  | 0.085 | 0.128 |
| 股息率 (%)          | 3.3   | 3.1    | 0.4    | 0.6   | 0.8   |

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 &lt;GO&gt;, 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

**09 年 1 季度净利润同比大降 91%。**金钼股份公告 09 年 1 季度净利润同比下降 91%至 8,530 万人民币，占我们全年预测 15.3%。毛利率由上年的 67%收窄至 30%。业绩下滑主要是由于 09 年 1 季度钼均价同比下降了 58-73%。我们对 09-11 年的盈利预测下调了 3-9%。

**净利润季度环比也大幅下降。**09 年 1 季度净利润较 08 年 4 季度环比大幅下降 57% ,但是 1 季度毛利率由上年 4 季度的 28% 增至 30%。我们认为 1 季度业绩环比大幅下降主要是因为钼价自 08 年 9 月大幅跳水后，在今年 1 季度呈现不断下跌的态势，1 季度钼均价较上年 4 季度下降近 19-51%，而毛利率上升我们估计是由于公司减少了外购钼矿。此外，由于公司在 2008 年底根据国家政策对会计政策作了调整，原来计入成本和费用的维简费和安全费用现转入盈余公积，并对全年作了追溯调整。我们估计如果不包括这项调整带来的成本和费用减少，08 年 4 季度的净利润可能为 1.2 亿元左右，那么今年 1 季度净利润实际环比下降约为 29%。

**图表 1. 季度国际氧化钼价 (美元/磅)**

|     | 08 年 1 季度 | 08 年 2 季度 | 08 年 3 季度 | 08 年 4 季度 | 2008  | 09 年 1 季度 |
|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|-----------|
|     | 33.8      | 33.4      | 33.8      | 18.9      | 30.2  | 9.2       |
| 同比% | 26.4      | 7.1       | 5.6       | (42.1)    | (1.2) | (72.9)    |
| 环比% | 3.6       | (1.2)     | 1.1       | (44.1)    | n/a   | (51.4)    |

资料来源：上海黄金交易所，中银国际研究

**公司钼销售可能也受影响。**09 年 1 季度公司销售收入同比下降 71%，环比下降 39%，这超过了钼价的下降幅度，我们估计下游需求（主要是钢铁行业）减弱也对公司销售产生了影响。虽然如此，我们认为相比较辽宁和浙江这两个钼生产大省出现的大面积停产现象，公司能保持目前的生产和销售状况已很不容易。另外，公司也降低了今年的产量目标，2009 年公司计划生产钼精矿折合钼金属量约 1.3 万吨，较 08 年减少近 7%。

**国内市场开拓成功。**公司产品过去基本以外销为主，2008 年后，公司大力开拓国内市场，凭借良好的产品品质，国内市场开发进展顺利，2008 年，国内业务占公司总销售额的 35.5%(2007 年仅占 12.7%)，其中太钢不锈和武钢股份等国内大型钢厂已分别占公司销售额的 9%和 5%。

**库存减值风险低。**由于公司的矿基本上自给，因此公司 2008 年计提的存货减值损失仅 1,107 万元，这也主要是由于汝阳公司在大规模生产前成本较高的原因，因此虽然钼价下跌，但公司库存减值的风险仍较小。

**新生产线。**公司将募集资金投入到钼炉料、钼化工和钼金属生产线的升级改造中。钼化工的生产线有望在今年年底之前竣工，而氧化钼的生产线有望在 2010 年内全部完成。这些生产线投产后公司的氧化钼产能将翻倍至 4.1 万吨，化工产品的产能将增加 150%至 1 万吨。公司将投入 22 亿元的巨额资金 (占募集资金总量的 25%左右)到钼金属中。现在已有部分新的钼粉生产线投产，包括钼丝、钼杆和钼板在内的其它生产线尚在建设中。我们预计这些项目将在 2010 年内竣工。考虑到公司具有最先进的生产线以及强劲的研发背景，我们预计公司将有能力生产高端钼产品从而享受较高的利润率。

**钼价大幅调整。**由于全球经济前景黯淡，在 08 年 9 月之后，国际钼价由 32 美元/磅跌至 10 美元/磅，跌幅高达 70%左右。自去年 11 月起价格稳定在 10 美元/磅左右，目前价格为 8.2 美元/磅。国内钼价也大幅调整。在目前的价格下我们认为很多国内的小型矿已经出现了亏损并停产。小型矿占我国总产量的 30%左右。但考虑到海外生产商的成本远低于国内，而目前国内钼价比海外价格高出 10%左右，这引发了钼进口大幅增加。自今年 1 月起，中国由过去的钼出口大国变为钼净进口国，从而对国内价格形成下行压力。虽然自 4 月中旬以来国内外钼价有所回升，但我们预计全年钼价可能在一个较低的水平波动，我们预计 09 年均价将比 08 年低 60%以上，这将影响公司的盈利水平。公司预计 2009 年实现销售收入 30 亿元，净利润 3.5 亿元，这低于我们的盈利预测。

**图表 2.氧化钼价格假设 (美元/磅)**

|      | 2009E | 2010E |
|------|-------|-------|
| 钼价假设 | 10.0  | 10.5  |

资料来源：中银国际研究预测

**成本竞争优势。**尽管经营环境有所恶化，但得益于成本较国内同行业公司相对较低，我们预计公司在目前的价格下依然可以享有 10%以上的毛利率，这给公司在行业下滑的背景下带来了成本竞争优势。

**并购机会增加。**当前的行业环境增加了并购机会。我们认为管理层会急切希望通过收购上游资产来提高储量规模、进而增强竞争力。我们预计目前公司拥有净现金近95亿元左右(每股 3.6 元)，足以覆盖 09 年大约 20 亿元的资本性支出。这意味着公司在没有任何进一步融资的情况下也可以在未来有足够的现金来进一步进行收购，这也提高了公司在收购时的议价能力。

**维持持有评级。**考虑到金钼股份的行业领军地位以及丰富的资源储备和较高的自给率，我们认为公司估值应较高。由于盈利预测有所下调，我们将目标价由 14.30 元人民币下调为 13.20 元，较我们现金流折现法得出的净资产值有 10%的溢价，相当于 2.7 倍的 09 年市净率。在现金流折现计算中我们考虑到了汝阳公司的盈利贡献，但是没有计入未来可能注入的资产。维持**持有**评级。

**图表 3. 09 年 1 季度业绩摘要**

| (人民币 百万)        | 08 年 1 季度 | 09 年 1 季度 | 同比变化% |
|-----------------|-----------|-----------|-------|
| 销售收入            | 1,733     | 494       | (71)  |
| 销售成本            | (393)     | (328)     | (17)  |
| 营业税             | (182)     | (20)      | (89)  |
| 毛利润             | 1,157     | 146       | (87)  |
| 其他收入            | 0         | 0         | n/a   |
| 分销费用            | (10)      | (6)       | (39)  |
| 管理费用            | (60)      | (53)      | (10)  |
| 其它经营费用          | 0         | 0         | n/a   |
| 经营利润            | 1,088     | 87        | (92)  |
| 财务费用            | (19)      | 37        | n/a   |
| 投资收入            | 0         | 0         | n/a   |
| 其它收入            | (1)       | 0         | n/a   |
| 税前利润            | 1,068     | 124       | (88)  |
| 税金              | (159)     | (41)      | (75)  |
| 少数股东权益          | (5)       | 2         | n/a   |
| 净利润             | 903.6     | 85.3      | (91)  |
| 全面摊薄每股收益        | 0.420     | 0.040     | (91)  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |           |           |       |
| 毛利率             | 66.8      | 29.6      |       |
| 经营利润率           | 62.8      | 17.6      |       |
| 净利率             | 52.2      | 17.3      |       |

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

| 年结日：12月31日    | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入          | 5,365   | 5,294   | 2,673   | 2,889   | 3,506   |
| 销售成本          | (1,291) | (1,758) | (1,918) | (1,912) | (2,028) |
| 经营费用          | (163)   | (207)   | (114)   | (22)    | 28      |
| 经营利润 (息税前利润)  | 3,911   | 3,329   | 641     | 955     | 1,505   |
| 折旧及摊销         | (148)   | (155)   | (213)   | (317)   | (408)   |
| 息税折旧前利润       | 3,763   | 3,174   | 429     | 638     | 1,098   |
| 净利息收入/(费用)    | (1)     | 187     | 190     | 152     | 139     |
| 其他收益/(损失)     | (53)    | (43)    | (14)    | (10)    | (8)     |
| 税前利润          | 3,709   | 3,318   | 605     | 779     | 1,229   |
| 所得税           | (512)   | (490)   | (89)    | (115)   | (307)   |
| 少数股东权益        | (25)    | (21)    | (7)     | (20)    | (64)    |
| 净利润           | 3,172   | 2,808   | 508     | 645     | 858     |
| 核心净利润         | 3,172   | 2,808   | 508     | 645     | 858     |
| 每股收益 (人民币)    | 1.475   | 1.119   | 0.189   | 0.240   | 0.319   |
| 核心每股收益 (人民币)  | 1.475   | 1.119   | 0.189   | 0.240   | 0.319   |
| 每股股息 (人民币)    | 0.496   | 0.471   | 0.067   | 0.085   | 0.128   |
| 收入增长 (%)      | 9       | (1)     | (50)    | 8       | 21      |
| 息税前利润增长 (%)   | 27      | (16)    | (86)    | 49      | 72      |
| 息税折旧前利润增长 (%) | 28      | (15)    | (81)    | 49      | 58      |
| 每股收益增长 (%)    | n.a.    | (24)    | (83)    | 27      | 33      |
| 核心每股收益增长 (%)  | n.a.    | (24)    | (83)    | 27      | 33      |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

| 年结日：12月31日 | 2007    | 2008  | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 税前利润       | 3,709   | 3,318 | 605     | 779     | 1,229   |
| 折旧与摊销      | (148)   | (155) | (213)   | (317)   | (408)   |
| 净利息费用      | 1       | (187) | (190)   | (152)   | (139)   |
| 运营资本变动     | (63)    | (320) | 441     | (31)    | (76)    |
| 税金         | (878)   | (904) | (218)   | (107)   | (246)   |
| 其他经营现金流    | 148     | 156   | 214     | 319     | 409     |
| 经营活动产生的现金流 | 2,957   | 2,100 | 860     | 812     | 1,179   |
| 购买固定资产净值   | (1,767) | (788) | (2,274) | (1,823) | (1,173) |
| 投资减少/增加    | 6       | 39    | (1)     | (1)     | (1)     |
| 其他投资现金流    | 0       | 0     | 0       | 0       | 0       |
| 投资活动产生的现金流 | (1,761) | (748) | (2,275) | (1,824) | (1,174) |
| 净增权益       | 0       | 8,724 | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务       | 58      | 2     | 0       | 0       | 0       |
| 支付股息       | (1,314) | (902) | (1,076) | (152)   | (193)   |
| 其他融资现金流    | (1,090) | (820) | 265     | 148     | 138     |
| 融资活动产生的现金流 | (2,346) | 7,004 | (810)   | (4)     | (56)    |
| 现金变动       | (1,151) | 8,356 | (2,226) | (1,017) | (51)    |
| 期初现金       | 2,508   | 1,358 | 9,714   | 7,488   | 6,471   |
| 公司自由现金流    | 1,202   | 1,476 | (1,123) | (847)   | 158     |
| 权益自由现金流    | 1,203   | 1,425 | (1,145) | (864)   | 142     |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

| 年结日：12月31日 | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物   | 1,357  | 9,714  | 7,489  | 6,473  | 6,423  |
| 应收帐款       | 506    | 336    | 163    | 176    | 211    |
| 库存         | 461    | 569    | 277    | 298    | 358    |
| 其他流动资产     | 237    | 254    | 164    | 165    | 177    |
| 流动资产总计     | 2,561  | 10,872 | 8,093  | 7,111  | 7,169  |
| 固定资产       | 1,238  | 1,895  | 4,022  | 5,593  | 6,424  |
| 无形资产       | 1,780  | 1,715  | 1,649  | 1,584  | 1,519  |
| 其他长期资产     | 129    | 200    | 200    | 200    | 200    |
| 长期资产总计     | 3,147  | 3,810  | 5,872  | 7,378  | 8,143  |
| 总资产        | 5,708  | 14,682 | 13,965 | 14,489 | 15,312 |
| 应付帐款       | 249    | 320    | 349    | 348    | 369    |
| 短期债务       | 73     | 75     | 75     | 75     | 75     |
| 其他流动负债     | 1,119  | 265    | 84     | 96     | 169    |
| 流动负债总计     | 1,442  | 660    | 508    | 519    | 613    |
| 长期借款       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债     | 1,008  | 172    | 166    | 166    | 166    |
| 股本         | 2,151  | 2,689  | 2,689  | 2,689  | 2,689  |
| 储备         | 986    | 11,040 | 10,473 | 10,965 | 11,630 |
| 股东权益       | 3,137  | 13,729 | 13,162 | 13,654 | 14,318 |
| 少数股东权益     | 123    | 121    | 128    | 147    | 211    |
| 总负债及权益     | 5,709  | 14,682 | 13,964 | 14,487 | 15,309 |
| 每股帐面价值(港币) | 1.46   | 5.11   | 4.89   | 5.08   | 5.33   |
| 每股有形资产(港币) | 0.63   | 4.47   | 4.28   | 4.49   | 4.76   |
| 每股净负债(现金)  | (0.60) | (3.58) | (2.76) | (2.38) | (2.36) |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

| 年结日：12月31日   | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 (%)     |       |       |       |       |       |
| 息税折旧前利润率     | 72.9  | 62.9  | 24.0  | 33.0  | 42.9  |
| 息税前利润率       | 70.1  | 60.0  | 16.0  | 22.1  | 31.3  |
| 税前利润率        | 69.1  | 62.7  | 22.6  | 27.0  | 35.0  |
| 净利率          | 59.1  | 53.0  | 19.0  | 22.3  | 24.5  |
| 流动性(倍)       |       |       |       |       |       |
| 流动比率         | 1.8   | 16.5  | 15.9  | 13.7  | 11.7  |
| 利息覆盖率        | 219.0 | 204.6 | 30.5  | 45.3  | 78.0  |
| 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         | 1.5   | 15.6  | 15.4  | 13.1  | 11.1  |
| 估值(倍)        |       |       |       |       |       |
| 市盈率          | 10.2  | 13.5  | 79.8  | 62.9  | 47.3  |
| 核心业务市盈率      | 10.2  | 13.5  | 79.8  | 62.9  | 47.3  |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 8.9   | 11.8  | 69.8  | 55.0  | 41.4  |
| 市净率          | 10.3  | 3.0   | 3.1   | 3.0   | 2.8   |
| 价格/现金流       | 11.0  | 18.0  | 47.2  | 50.0  | 34.4  |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 8.0   | 9.3   | 51.9  | 35.9  | 22.9  |
| 周转率          |       |       |       |       |       |
| 存货周转天数       | 122.2 | 106.9 | 80.5  | 54.8  | 59.0  |
| 应收帐款周转天数     | 24.4  | 29.0  | 34.1  | 21.4  | 20.1  |
| 应付帐款周转天数     | 13.7  | 19.6  | 45.7  | 44.0  | 37.3  |
| 回报率 (%)      |       |       |       |       |       |
| 股息支付率        | 33.6  | 45.1  | 35.3  | 35.3  | 40.0  |
| 净资产收益率       | 104.6 | 33.3  | 3.8   | 4.8   | 6.1   |
| 资产收益率        | 61.4  | 26.5  | 2.6   | 3.8   | 5.5   |
| 已运用资本收益率     | 117.7 | 39.1  | 4.6   | 5.9   | 8.8   |

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 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 4 月 27 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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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