

2010 年 12 月 20 日

吉林化纤

竹纤维为体，阻燃 调温纤维为翼，
大鹏展翅欲翔九天

A
买入

000420.SZ - 人民币 7.18

目标价格: 人民币 10.85

倪晓曼*

(8610) 6622 9389

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

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(%)	27	6	14	29
相对新华富时				
A50 指数 (%)	48	5	6	47

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	378
流通股 (%)	79
流通股市值 (人民币 百万)	2,144
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	138
净负债比率 (%)	102.6
主要股东 (%)	
吉林化纤集团	20.74

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏文杰为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

近日我们参加了天竹产业联盟大会。公司募投项目 10 万吨竹浆设备已经定制完成, 将于 2012 年一季度投产, 投产时间超出市场预期。纺纱企业目前使用竹纤维纺纱的毛利率高于棉花、粘胶, 扩大竹纤维纱线产能意向强烈。天竹纤维面料涵盖棉、麻、丝、毛、化纤、针织等品类, 可纯纺也可混纺, 具有光泽性好、柔软性好、毛感等特点。公司还积极开发了阻燃纤维、调温纤维和铂金纤维。目前公司估值便宜, 维持买入评级, 目标价 10.85 元。

支撑评级的要点

- 募投项目将于 2012 年一季度投产, 我们预计公司竹纤维、竹浆粕产能将达到 8.7 万吨、15.5 万吨。“十二五”末公司竹纤维产能预计达到 25 万吨/年。
- 天竹纤维面料开发有 50 余家纺企参与, 目前杉杉、利郎、七匹狼、李宁等企业开始使用天竹面料。

评级面临的主要风险

- 非公开发行不能完成的风险。

估值

- 根据调研情况, 我们上调了 2012 年预测, 预计 2010-2012 年每股收益分别为-0.13 元、0.43 元、0.81 元, 目标价维持在 10.85 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	1,785	1,845	1,856	2,812	4,074
变动 (%)	(19)	3	1	52	45
净利润 (人民币 百万)	(360)	18	(49)	236	447
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.951)	0.047	(0.129)	0.431	0.814
变动 (%)	(551.7)	(104.9)	(376.0)	(433.8)	89.1
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	(0.129)	0.434	0.539
调整幅度 (%)	-	-	0.0	(0.8)	51.0
核心每股收益 (人民币)	(0.951)	0.047	(0.129)	0.431	0.814
变动 (%)	(551.7)	(104.9)	(376.0)	(433.8)	89.1
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	153.6	N/M	16.7	8.8
核心市盈率 (倍)	N/M	153.6	N/M	16.7	8.8
每股现金流量 (人民币)	0.36	0.19	0.63	0.47	0.52
价格/每股现金流量 (倍)	20.1	38.6	11.5	15.2	13.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(21.0)	19.4	25.0	7.4	4.6
每股股息 (人民币)	0.007	0.023	0.030	0.030	0.030
股息率 (%)	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

第六届天竹联盟大会隆重召开

2010年12月17日，我们带领部分基金列席了在福建南平召开的第六届天竹产业联盟大会，会后我们与吉林化纤董事长王进军先生进行了座谈。

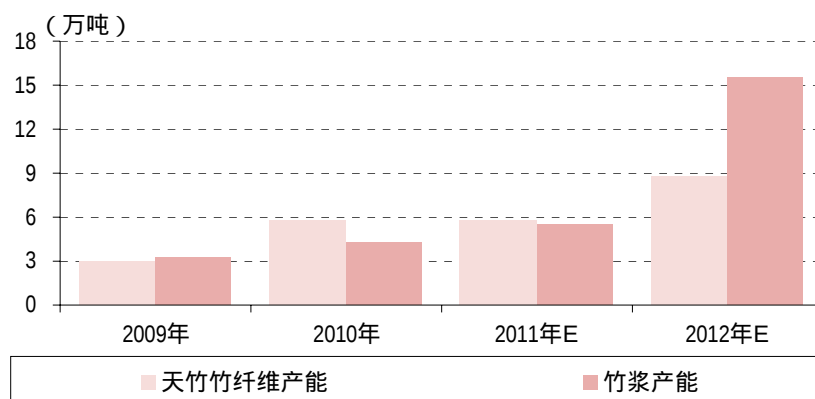
天竹产业联盟是以天竹纤维产业链条为纽带，以信息共享、整合开发资源为前提，以促进天竹纤维发展为宗旨，目前天竹联盟企业已经扩大到72家。大会理事会主要成员有河北吉藁化纤有限责任公司、河北天纶纺织股份有限公司、深圳市贝利爽实业有限公司、四川天竹竹资源开发有限公司等。

竹纤维、竹浆：未来三年产能拾阶而上，步步为营

竹纤维的原材料是竹浆，比例大约是1:1，竹浆的原材料是竹子，6吨竹子做1吨浆，目前1吨竹子约600元，竹子价格稳定，竹浆成本仅8,000元/吨左右，比棉浆价格低12,000元/吨。而竹纤维定价参照粘胶短纤，并且由于性能比粘胶短纤出色，一般竹纤维比粘胶短纤贵2,000元/吨左右。目前竹纤维价格29,000元/吨。

公司目前竹纤维短纤产能已经扩张到5万吨，竹纤维长丝产能也扩张到7,000吨，合计5.7万吨。公司目前竹浆粕产能也扩张到4.3万吨，通过提高蒸煮时间等技改措施，明年湖南拓普竹浆从1.8万吨扩张到3万吨。公司募投项目将于2012年一季度投产，届时公司竹纤维产能将达到8.7万吨，竹浆粕产能将达到15.5万吨。

图表 2.竹纤维、竹浆产能扩张情况



资料来源：中银国际研究

与外部企业合作，加大竹纤维竹浆产能供应

公司目前竹纤维产能高于竹浆产能，为此，公司需要从外部购入部分竹浆，目前公司外部购入竹浆的公司有三家，即福建南平、云南双江和湖南会同。公司外购木浆采取关键技术人员由公司派遣员工担任的方式，以防止技术外泄。

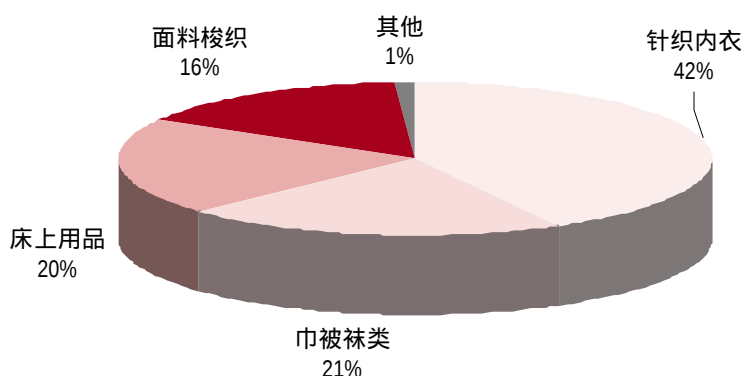
另外，公司还与安徽舒美特化纤股份有限公司进行合作，通过租用舒美特的纤维生产线来补充公司竹纤维的产能。与竹浆一样，租用舒美特设备时，关键技术环节由吉林化纤员工掌控。

竹纤维：逐步向梭织领域进军，需求更加旺盛

2010 年天竹产业连续保持近 30% 的高速增长速度，全年竹纤维市场化 3.6 万吨，其中原料出口 6,600 吨，占总量的 18.3%，出口主要集中印度、巴基斯坦、土耳其三个国家，占出口总量的 80% 以上。在天竹产业增长的同时，联盟成员也取得了很大的进步，从 59 家扩大到 72 家。

2010 年竹纤维国内市场纯纺占比 30.2%，混纺 69.5%。针织内衣用量 42%，床品用量 20.4%，巾被、袜类用量 21%，面料梭织类 15.5%，国外市场混纺比例 78.5%，巾被、袜类用量比例 60.3%。竹纤维终端产品结构变化不大，针织类、巾被、袜类用量仍然占据市场消费量的半壁江山，可喜的是 2010 年天竹在梭织领域应用大幅度增长。从目前中国服装销售市场看，针织服装所占的占比为 55%、梭织占比为 45%，梭织占服装面料的近半江山，向梭织领域成功进军将使得竹纤维推向更为广阔的应用空间。

图表 3. 竹纤维下游需求分布情况



资料来源：中银国际研究

竹纤维纱线毛利率更高，下游纱厂扩产意愿强烈

根据我们与下游用竹纤维纺纱的企业进行交流，纺纱企业表示目前使用竹纤维来纺纱所获得的毛利率是高于棉花、粘胶纱线的，由于使用竹纤维纺纱能够得到更高的利润，下游纺纱企业有扩大竹纤维产能的欲望。

据河北省藁城市政府领导介绍，藁城目前正在筹划藁城新区，规划面积 4.6 平方公里，区内基础设施实现“七通一平”，今年 5 月份，被河北省政府批准成为省级产业聚集区，藁城东部现代化工业新城已具雏形。其中天竹产业园是藁城新区的重要项目，天竹产业园将以吉藁化纤的竹纤维为纽带，向下游大力拓展相关竹纤维产业，以此来推动竹纤维产业的发展。

竹纤维面料开发成果显著，知名服饰企业纷纷采用

天竹纤维产品协作开发体系是由国家纺织产品开发中心与河北吉藁化纤公司合作，联合国内有实力的原料、纺纱、织造、染整等企业，及一些品牌服装、贸易公司联合针对竹纤维系列产品进行合作开发的一种新模式。截至目前，共有 50 余家纺织企业，其中棉纺企业 13 家、毛纺企业 12 家、麻纺企业 1 家、丝纺企业 5 家、化纤企业 7 家、针织企业 5 家、家纺企业 2 家，这些企业合计开发了超过 150 余块天竹纤维面料，涵盖棉、麻、丝、毛、化纤、针织等品类，竹纤维面料可纯纺也可混纺，具有光泽性好、柔软性好、毛感等特点，目前超过 12 家品牌服装设计师使用了天竹面料进行成衣设计，这其中包括杉杉、利郎、七匹狼、李宁、KAPPA 等知名企业。

阻燃纤维：未来市场广阔

公司阻燃纤维所使用的是磷系阻燃剂 DX1212，该阻燃剂是由公司控股子公司吉漂化工有限责任公司研发生产的，具有高效、无卤、永久阻燃的特性，是目前国内唯一实现工业化生产的磷系粘胶纤维专用阻燃剂。

公司阻燃纤维具有：(1) 良好的永久阻燃性能。遭遇明火、电弧、熔融金属时，可以进行全方位的热保护，并且洗涤、摩擦不影响阻燃性能；(2) 优异的隔热性能。高温下纤维不收缩、不变形；(3) 抗电弧及静电行；(4) 极佳的吸排湿性；(5) 优良的染色性。公司阻燃纤维可用于：消防装备服饰、军用警用装备服饰、工业用热防护服饰、防溅落防护服、阻燃装饰用品和阻燃填充物等。

磷系阻燃剂凭借环保性能、与高分子化合物的相容性以及良好的阻燃效果，近年呈现快速发展的趋势，已经部分替代传统的溴系阻燃剂。吉林化纤目前与总后军需装备研究所合作紧密。目前公司阻燃纤维以及随着人们防火安全意识的提高，阻燃纺织品需求将呈现快速增长的趋势，未来前景广阔。

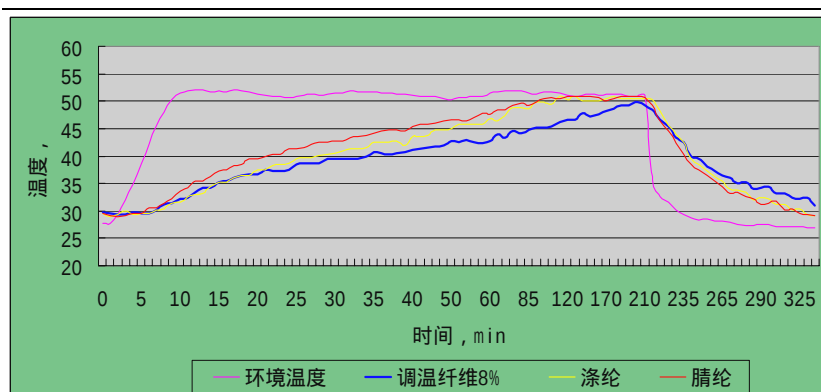
调温纤维：为消费者提供更长久的“春天”

调温纤维是一种新型功能纤维，具有吸湿性能好，适应性能强的特点，它能随外界环境的变化，在一定的温度范围内自动调节温度，比一般常规织物更具舒适性，使穿着者有如处在“恒温生活”中的舒适感觉。

调温纤维是在纤维纺丝胶液中加入相变材料，使相变材料嵌入在纤维中，从而具有良好的调温功能。当外界环境温度升高时，衣着中相变材料吸收热量，从固态变为液态，吸收了部分热能，相比普通衣物延长了皮肤感知外界温度升高的时间，降低了体表温度。相反，当外界环境温度降低时，衣着中相变材料放出热量，从液态变为固态，相比普通衣物减少了人体向周围放出热量，维持了人体的正常体温，延缓了人体的舒适的状态。

通过对比智能调温纤维、吸湿排汗型涤纶、抗起球腈纶，发现调温纤维棉布包内温度明显低于涤纶和腈纶，最大温差为4℃，比较达到50℃时间，调温纤维较涤纶和腈纶延后一个半小时。

图表 4.调温纤维与其他纤维对比



资料来源: 中银国际研究

调温纤维可与棉、腈纶纤维、涤纶纤维、芳纶等产业纤维混纺,也可把它置入织物的夹层中,可制贴身内衣、针织服装、妇女服装(如连衣裙等)、衬衫、裤子、某些专用服装(如宇航员太空服和南极科考工作者工作服等)。在家饰方面,它可制床罩、床单、床垫和毯子。

河北吉藁化纤有限责任公司开发的智能调温纤维,其技术已申报国家三项发明专利,并于2007年通过纺织工业协会的科学技术鉴定,成为国内首家开发智能调温纤维产品的企业,填补了我国在此领域的一项空白。2010年丝维尔调温纤维的销售量预计将突破150吨;2011年将达到500吨的生产规模。

2010年11月成功地利用天竹纤维替代了普通棉型基材,将天竹纤维的柔软滑爽和智能调温功能有机的结合在一起,生产出了天竹调温纤维。调温竹纤维的出现将对竹纤维的需求提供更大支撑。

竹纤维：向外延延伸，循环经济促增长

竹子的主要成分是木糖、木素、纤维素。竹子在纤维素提取过程中的各种蒸煮液体,可以提取各种酚类物质,木素分离之后用途更加广泛,天竹联盟现在已经和日本早稻田大学、北京理工大学、长春应用化学研究所、大连理工大学开展研发合作。竹材纤维素醚是做食品及化妆品的良好添加剂,在粮食中添加竹材纤维素醚可以保存更长的时间。竹纤维在生产过程中逐步向外延延伸,通过循环经济更好的拉动竹纤维产业的健康快速发展。

“十二五”规划：大鹏展翅欲翔九天

“十二五”期末公司竹纤维拟实现总产能 25 万吨/年。其中功能性及有色天竹 3 万吨/年、高强天竹 3 万吨/年、天竹长丝 2 万吨/年、普通（6 万吨旦+11 万吨常规）17 万吨。就需求来说，服装用占比为 65%，家纺占比为 30%，产业用占比为 5%。

我们在 2010 年 12 月 7 日发布的行业深度报告《棉花价格何去何从：涤纶短纤蛰伏十年终迎景气周期》中指出，从种植采摘成本、明年成本增加、收购成本、进口成本分别分析，我们认为棉花价格未来一年在 26,000 元/吨以上震荡的概率较大，下行底部空间是 23,000 元/吨。

竹纤维成本稳定，售价参照粘胶短纤，在终端产品市场上，竹纤维产品一般比纯棉产品高 1.5 倍左右，竹纤维是粘胶价格高位运行中受益最大的产品。我们预计未来随着公司产能不断扩张，公司盈利情况将不断大幅好转，吉林化纤将如鲲鹏展翅一般，直飞九天。

盈利预测假设及评级

假设增发能够完成，按增发完成后总股本 5.48 亿股（增发前 3.78 亿股）计算，考虑到竹纤维、竹浆粕产能可能提取释放，我们上调 2012 年的盈利预测，我们预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 0.13 元、0.43 元、0.81 元，按照 12 月 17 日收盘价 7.18 元/股，2011-2012 年对应的动态市盈率分别为 17 倍和 9 倍。我们所选定的三家粘胶行业上市公司 2011 年平均市盈率为 29.4 倍。考虑到公司是粘胶价格高位运行中受益最大的公司，公司未来竹纤维为体，阻燃、保温纤维为翼，即将大鹏展翅，随着产能不断扩张，公司业绩将逐步提高，我们给予 2011 年 25 倍市盈率，目标价为 10.85 元，维持**买入**评级。

图表 5.估值比较

公司	代码	股价 (人民币)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
澳洋科技	002172.SZ	10.42	0.23	0.31		44.8	33.8	
山东海龙	000677.SZ	6.00	0.07	0.17	0.21	88.6	36.3	28.5
新乡化纤	000949.SZ	6.50	0.28	0.36	0.39	23.6	18.2	16.8
平均						52.4	29.4	22.6
吉林化纤	000420.SZ	7.18	(0.13)	0.43	0.81	-	16.7	8.8

资料来源：万得资讯、中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,785	1,845	1,856	2,812	4,074
销售成本	(1,918)	(1,619)	(1,693)	(2,180)	(3,032)
经营费用	(25)	(56)	(26)	(120)	(239)
息税折旧前利润	(158)	171	137	512	803
折旧及摊销	(131)	(136)	(135)	(140)	(146)
经营利润 (息税前利润)	(289)	35	2	371	656
净利息收入/(费用)	(63)	(56)	(46)	(43)	(36)
其他收益/(损失)	(73)	67	0	0	0
税前利润	(425)	46	(44)	328	620
所得税	48	(36)	(7)	(82)	(155)
少数股东权益	17	8	2	(10)	(19)
净利润	(360)	18	(49)	236	447
核心净利润	(360)	18	(49)	236	447
每股收益(人民币)	(0.951)	0.047	(0.129)	0.431	0.814
核心每股收益(人民币)	(0.951)	0.047	(0.129)	0.431	0.814
每股股息(人民币)	0.007	0.023	0.030	0.030	0.030
收入增长(%)	(19)	3	1	52	45
息税前利润增长(%)	(261)	(112)	(95)	22,761	77
息税折旧前利润增长(%)	(152)	(208)	(20)	273	57
每股收益增长(%)	(552)	(105)	(376)	(434)	89
核心每股收益增长(%)	(552)	(105)	(376)	(434)	89

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	100	169	218	920	887
应收帐款	198	239	228	337	474
库存	278	443	354	456	635
其他流动资产	(2)	0	0	0	0
流动资产总计	574	851	800	1,714	1,996
固定资产	1,366	1,362	1,327	1,486	1,740
无形资产	69	179	174	174	173
其他长期资产	341	339	308	333	577
长期资产总计	1,776	1,880	1,809	1,993	2,490
总资产	2,350	2,731	2,609	3,707	4,486
应付帐款	422	524	544	557	840
短期债务	650	767	967	667	667
其他流动负债	68	253	0	0	0
流动负债总计	1,139	1,544	1,512	1,225	1,507
长期借款	223	168	138	138	138
其他长期负债	20	27	0	0	0
股本	378	378	378	548	548
储备	501	516	487	1,567	2,016
股东权益	879	894	866	2,115	2,564
少数股东权益	88	97	94	229	277
总负债及权益	2,350	2,731	2,609	3,707	4,486
每股帐面价值(人民币)	2.32	2.36	2.29	3.86	4.68
每股有形资产(人民币)	2.14	1.89	1.83	3.54	4.36
每股净负债/(现金)(人民币)	2.04	2.03	2.35	(0.21)	(0.15)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	(425)	46	(44)	328	620
折旧与摊销	131	136	135	140	146
净利息费用	63	56	46	43	36
运营资本变动	(224)	(285)	(316)	(221)	(365)
税金	63	56	46	43	36
其他经营现金流	527	62	370	(115)	(190)
经营活动产生的现金流	135	70	237	219	283
购买固定资产净值	(121)	(37)	(100)	(500)	(300)
投资减少/增加	0	(35)	0	0	0
其他投资现金流	3	1	0	0	0
投资活动产生的现金流	(118)	(71)	(100)	(500)	(300)
净增权益	16	0	0	1,000	0
净增债务	(17)	133	(76)	0	0
支付股息	(73)	(62)	(11)	(16)	(16)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(73)	70	(88)	984	(16)
现金变动	(56)	69	49	702	(33)
期初现金	154	100	169	218	920
公司自由现金流	17	(1)	137	(281)	(17)
权益自由现金流	0	132	61	(281)	(17)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(8.8)	9.2	7.4	18.2	19.7
息税前利润率(%)	(16.2)	1.9	0.1	13.2	16.1
税前利润率(%)	(23.8)	2.5	(2.4)	11.7	15.2
净利率(%)	(20.2)	1.0	(2.6)	8.4	11.0
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	(4.6)	0.6	0.0	9.0	20.0
净权益负债率(%)	79.9	77.4	92.5	Net cash	Net cash
速动比率(倍)	0.3	0.3	0.3	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	N/M	153.6	N/M	16.7	8.8
核心业务市盈率(倍)	N/M	153.6	N/M	16.7	8.8
目标价对应核心业务	N/M	171.2	N/M	18.6	9.8
市盈率(倍)					
市净率(倍)	3.1	3.0	3.1	1.9	1.5
价格/现金流(倍)	20.1	38.6	11.5	15.2	13.9
企业价值/息税折旧前	(21.0)	19.4	25.0	7.4	4.6
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	76.6	81.3	85.9	67.9	65.7
应收帐款周转天数	50.1	43.3	46.0	36.6	36.3
应付帐款周转天数	80.9	93.6	105.1	71.5	62.6
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	48.4	n.a.	7.0	3.7
净资产收益率(%)	(33.6)	2.0	(5.5)	15.8	19.1
资产收益率(%)	(11.4)	0.3	0.1	8.8	12.0
已运用资本收益率(%)	(14.4)	1.8	0.0	14.2	19.2

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 2010 年 12 月 16 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 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