

2011年3月22日

神火股份

成长潜力释放尚需时日

A
持有 (买入)

000933.SZ - 人民币 25.54

目标价格: 人民币 26.70 (▲30.31)

唐倩*

(8610) 6622 9077

qian.tang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207060241

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(%)	2	4	2	24
相对新华富时A50指数(%)	(0)	6	3	37

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,050
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	26,817
3个月日均交易额(人民币 百万)	392
净负债比率(%)	118
主要股东(%)	
大同煤矿集团有限责任公司	25

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*沈涛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

公司2010年归属于母公司的净利润同比增长93%至11.59亿元,折合每股收益1.10元,低于公司此前1.14元的业绩预增。公司计划每10股派发股份股利6股和现金股利2元。公司现有投产产能765万吨,规划产能为2,555万吨,产能提升空间为234%。但未来2年的成长性主要来自整合煤矿(整合煤矿的盈利能力存在较大不确定性),部分待建矿的开工受限于政策审批进度。基于18倍的2011年行业平均市盈率,我们下调目标价至26.70元,下调买入评级至持有。

支撑评级的要点

- 2010年,公司冶金煤、化工煤、市场电煤分别占销量的60%、8%和32%。我们对公司2011年的煤价较乐观,预计综合均价涨幅在15%。
- 公司营业收入同比增长59%至169亿元:其中煤炭收入同比增长64%至53亿元(煤价和销量分别上涨27%和29%),电解铝收入同比增长40%至75亿元(铝价上涨29%)。
- 受节能减排影响,公司2010年关闭部分电解铝生产线。目前,公司关闭的电解铝产能正在逐渐复产。由于电解铝生产线的复产成本较高,我们对公司1季度铝加工业务的盈利情况表示谨慎。
- 公司计划2011年煤炭产量800万吨,争取880万吨;型焦10万吨;电解铝44万吨;营业收入200亿元,主营业务利润总额18亿元(相当于每股收益1.32元)。
- 短期看,公司煤炭产量增长来自整合煤矿及梁北矿和薛湖矿的达产。长期看,公司煤炭产量增长来自梁北矿的扩建,以及李岗矿、石井矿、高家庄矿和扒村井田的开工建设。这5个矿的新增产能均受限于政府的审批进度。

评级面临的主要风险

- 公司未来2年内,可投资项目较多:如梁北矿改扩建、李岗矿建设、大发电机组建设和小煤矿技改。我们认为如果梁北矿和李岗矿的建设获得政府审批,公司可能需要融资(2010年净负债率高达142%)。

估值

- 截至3月21日,公司2011年的市盈率为17.5倍。我们给予公司10%的估值折价(历史平均折价水平),以反映其电解铝业务的亏损。基于18倍的2011年目标市盈率,我们将目标价由30.31元下调至26.70元,鉴于上涨空间不大,下调买入评级至持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	10,607	16,903	20,654	22,460	28,550
变动(%)	(12)	59	22	9	27
净利润(人民币 百万)	601	1,159	1,533	1,710	2,242
全面摊薄每股收益(人民币)	0.801	1.104	1.460	1.629	2.135
变动(%)	(46.7)	37.8	32.3	11.5	31.1
市场预期每股收益(人民币)	-	1.271	1.612	2.020	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	1.766	2.173	-
调整幅度(%)	-	-	(17.3)	(25.1)	N/A
市盈率(倍)	31.9	23.1	17.5	15.7	12.0
每股现金流量(人民币)	1.73	1.88	3.73	4.21	5.30
价格/每股现金流量(倍)	14.7	13.6	6.8	6.1	4.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.7	11.4	8.8	7.5	5.8
每股股息(人民币)	0.365	0.200	0.265	0.295	0.387
股息率(%)	1.4	0.8	1.0	1.2	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年计划每 10 股派 6 股及 2 元

公司 2010 年归属于母公司的净利润同比增长 93%至 11.59 亿元,折合每股收益 1.10 元,低于公司此前 1.14 元的业绩预增。公司计划每 10 股派发股份股利 6 股和现金股利 2 元。

我们认为公司 2010 年电解铝业务和煤炭业务的每股收益分别为-0.50 元和 1.60 元。

图表 2.公司每 10 股分红 (2008-10 年)

	2008 年	2009 年	2010 年
股份股利(股)	5	4	6
现金股利(元)	2	3.65	2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

公司营业收入同比增长 59%至 169 亿元: 其中煤炭收入同比增长 64%至 53 亿元(煤价和销量分别上涨 27%和 29%), 铝加工业务收入同比增长 40%至 75 亿元(铝价上涨 29%)。

煤炭业务毛利率同比提高 8 个百分点至 52%(受益煤价上涨), 但铝加工业务毛利率同比下降 6 个百分点至-0.4%(受电解铝业务停产拖累), 公司整体业务毛利率保持不变。

公司因电价上涨, 电解铝生产成本提高, 2010 年计提了存货跌价准备, 导致资产减值损失同比增长 356%。

公允价值损失主要来自公司平仓 2009 年的期货合约形成的浮动盈亏。

投资收入同比增长 489%, 主要是由于参股公司新郑煤电 2009 年中期转生产, 2010 年盈利大幅增加。

营业外支出增加 1.4 亿元, 是由于子公司河南有色汇源铝业因技术改造处置固定资产和子公司沁阳沁澳铝业淘汰落后产能处置固定资产形成损失。

图表 3.2010 年煤炭业务经营数据

	2009 年	2010 年	同比变动(%)
产量(百万吨)	5.72	7.11	24
销量(百万吨)	5.58	7.18	29
价格(元/吨)	576	732	27
成本(元/吨)	324	354	9
营业收入(百万元)	3,214	5,258	64
营业成本(百万元)	1,808	2,543	41
毛利率(%)	44	52	

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

图表 4.2010 年铝加工业务产销数据

(万吨)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
电解铝产量	0.37	0.40	9
电解铝销量	0.39	0.40	9
铝加工业务营业收入(百万元)	5,711	7,515	32
铝加工业务营业成本(百万元)	5,402	7,545	40
铝加工业务毛利率(%)	5	(0.4)	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)
营业收入	10,607	16,903	59
营业成本	8,751	13,949	59
营业税及附加	90	121	34
毛利润	1,766	2,833	60
销售费用	170	240	41
管理费用	323	459	42
财务成本	429	634	48
资产减值	(20)	51	356
投资收入	(22)	86	489
公允价值损失	(22)	22	200
营业利润	820	1,557	90
营业外收入	87	114	31
营业外支出	11	150	1,208
税前利润	896	1,521	70
所得税	304	490	61
少数股东权益	(9)	(128)	1,353
归属于母公司的净利润	601	1,159	93
每股收益 (人民币)	0.57	1.10	93
毛利率(%)	17	17	
经营利润率(%)	7.7	9.2	
净利率(%)	5.7	6.9	

资料来源：公司数据，中银国际研究

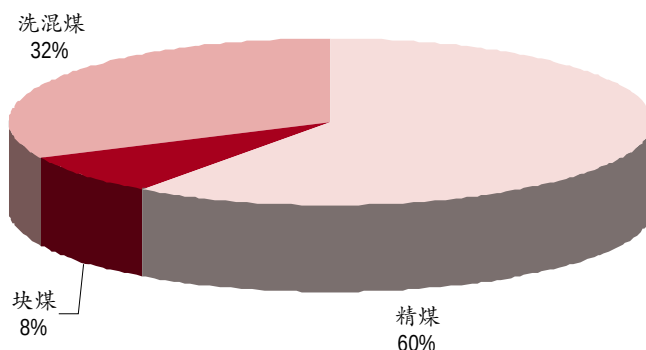
2011 年经营目标

2011 年公司主要经营目标是：煤炭产量保 800 万吨，争取 880 万吨；型焦 10 万吨；电解铝 44 万吨；铝材 9 万吨；炭素 25 万吨；自供电 18.65 亿度；氧化铝 61 万吨，氢氧化铝 9.4 万吨；；营业收入 200 亿元，主营业务利润总额 18 亿元（相当于每股收益 1.32 元以上）。考虑到 2011 年煤价上涨幅度较大，且煤炭产量超预期的可能性较大，我们预计公司完成目标的可能性很大。

我们预计 2011 年煤价上涨 15%

公司煤种好，接近华东消费市场，全部走市场价。2010 年，公司冶金煤、化工煤、市场电煤分别占销量的 60%、8%和 32%。我们对公司 2011 年的煤价较乐观，预计综合均价涨幅在 15%。

图表 6.神火股份煤种构成 (2010)

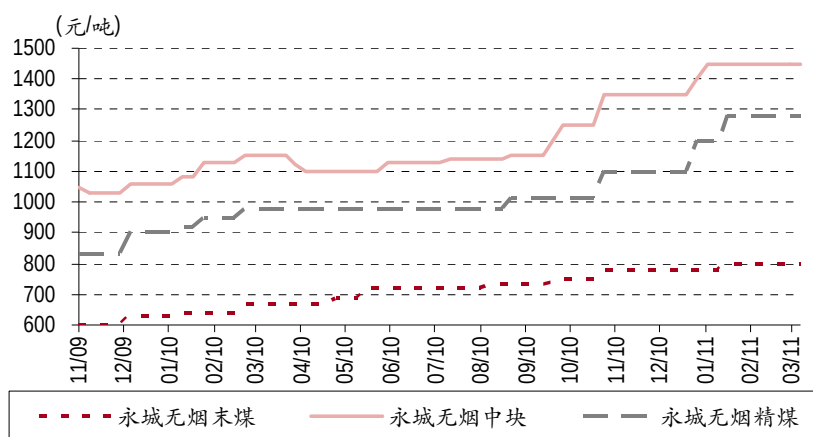


资料来源：公司数据，中银国际研究

许昌矿区生产贫瘦煤，现有产能 270 万吨。该矿区 2009 年销量 134 万吨：瘦精煤洗出率为 65%；另有 35%的为混煤及煤泥。我们预计该矿区洗出率有望在 2011 年提高到 70%-80%。

永城矿区生产无烟煤，现有产能 395 万吨。该矿区 2009 年销量 442 万吨：无烟块煤占 9%；无烟精煤占 52%；动力煤占 39%。

图表 7.公司所在煤价走势——永城

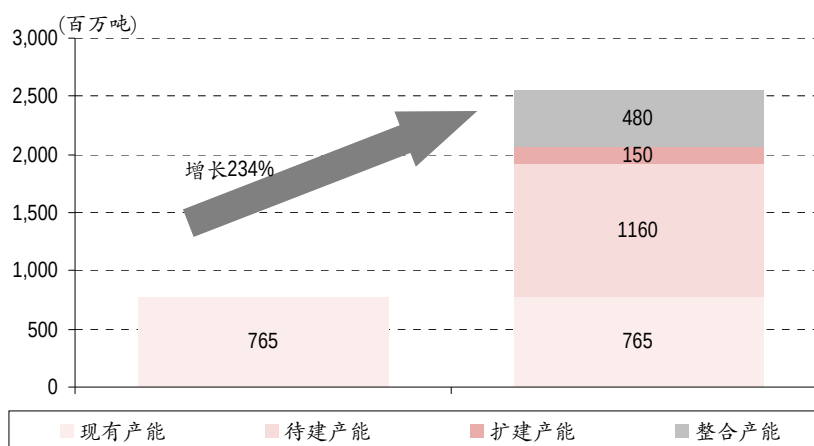


资料来源：煤炭资源网，中银国际研究

公司煤炭产能扩张空间达 234%

公司现有投产产能 765 万吨，规划产能为 2,555 万吨，产能提升空间为 234%。

图表 8.神火股份产能规划构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

考虑整合煤矿，我们预计公司 2011-13 年的原煤产量为 955 万吨、1,035 万吨和 1,355 万吨，年均复合增长率 22%。不考虑整合煤矿，我们预计公司 2011-13 年的本部原煤产量为 735 万吨、735 万吨和 875 万吨，年均复合增长率 8.7%

煤炭短期成长来自整合及现有矿达产

1. 薛湖矿和泉店矿将在 2011 年达产，我们预计两矿 2010-12 年的产量分别为 190 万吨、240 万吨和 240 万吨。2011 年新增 50 万吨产量。
2. 葛店煤矿资源濒临枯竭，产量逐年减少，我们预计其 201-11 年的产量分别为 60 万吨、50 万吨和 50 万吨。2011 年减少 10 万吨产量。
3. 新庄矿现有产能 240 万吨/年，2010 年产量 270 万吨。如果 2011 年没有超产，将减少 30 万吨产量
4. 在河南煤炭资源整合中，公司新整合 30 家小煤矿，合计产能 480 万吨，可采储量 7,000 万吨。我们预计整合煤矿 2011-12 年将分别释放 220 万吨、300 万吨和 480 万吨产量。但我们对整合煤矿短期内的盈利能力表示谨慎。

煤炭长期成长受限采矿权审批进度

长期看，公司的产量增长点主要来自梁北矿的扩建，以及李岗矿、石井矿、高家庄煤矿和扒村井田未来的建设。这 5 个矿目前均未获得政府审批。

1. 梁北矿煤种为瘦煤，现有产能 90 万吨/年，规划产能 240 万吨/年，但改扩建始终没有获得政府批复。梁北矿是公司盈利能力最好的煤矿，我们预计其实际生产能力已经接近 240 万吨/年。
2. 李岗矿位于河南郑州，煤种为贫煤，规划产能 120 万吨/年。
3. 石井矿位于河南永昌，煤种为无烟煤，规划产能 120 万吨/年。
4. 高家庄矿位于山西左权，煤种为贫煤，规划产能 800 万吨/年，可采储量 5.66 亿吨。公司 2007 年获得探矿权，目前正在进行精查勘探。为加快政府审批进度，我们预计公司可能会寻求其他企业共同开发。
5. 扒村矿位于河南禹州，煤种为贫煤，可采储量 6,100 万吨。公司 2009 年购买了扒村井田，目前仍在勘探阶段。按 50 年的开采年限计算，我们预计该井田未来的产能为 120 万吨/年。

上述五个煤矿产量的释放受限于政府对采矿权的审批进度。我们预计梁北矿在获得政府批复后，能够较快释放产量；李岗矿、石井矿、高家庄矿、扒村矿并未开工建设，预计他们获得批复后，仍需要 2-3 年的建设周期。高家庄矿和扒村矿为公司的储备资源，建设进度可能慢于李岗矿。

图表 9. 公司参股及控股煤矿

矿区	矿井名称	主要煤种	产能 (万吨/年)	持股比例	2009	2010	2011E	2012E	2013E
永城矿区	新庄煤矿	无烟煤	240	100%	278	270	240	240	240
	葛店煤矿		90	100%	74	60	50	50	50
	刘河煤矿		45	100%	40	45	45	45	45
	薛湖煤矿		120	100%	46	96	120	120	120
许昌矿区	新龙公司梁北煤矿	贫瘦煤	90	98%	95	97	100	100	240
	兴隆公司泉店煤矿	瘦煤	120	82%	39	90	120	120	120
	诚德矿业边沟煤矿	贫煤	30	51%		30	30	30	30
	庇山煤业庇山煤矿	贫煤	30	67%		20	30	30	30
郑州矿区	扒村井田	贫瘦煤	勘探阶段				待建		
	新郑煤电赵家寨煤矿	贫煤	300	39%		300	300	300	300
	永昌矿业石井矿	无烟煤	120	75%			待建		
	天宏公司李岗煤矿	贫煤	120	70%			待建		
山西矿区	左权晋源矿业高家庄煤矿	贫煤无烟煤	800	100%			待建		
整合产能							220	300	480
合计					572	711	955	1,035	1,355

资料来源：公司数据，中银国际研究

电解铝产能逐渐复产，复产成本较高

公司现有电解铝产能 66 万吨/年，另外托管集团电解铝产能 24 万吨/年。

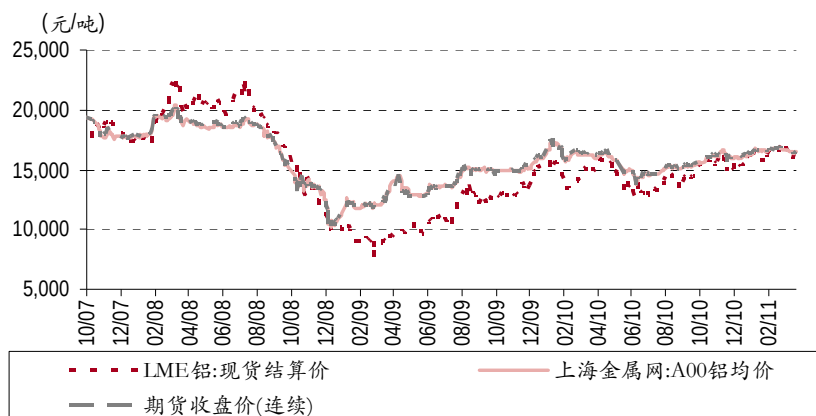
受节能减排影响，公司 2010 年关闭 33 万吨/年的电解铝产能，仅保留 23 万吨/年的电解铝产能。目前，公司关闭的电解铝产能正在逐渐复产。我们发现，电解铝生产线的复产需要 1-2 个月，在复产的过程中不仅不能生产电解铝，还需要消耗电解铝。鉴于生产线复产成本较高，我们对公司 1 季度的电解铝盈利情况表示谨慎。

图表 10.神火股份电解铝产能

煤矿名称	持股比例 %	产能 万吨/年	权益产能 万吨/年	备注
神火铝业	69	21	14	350KA
	69	6	4	200KA
	69	25	17	375KA
沁澳铝业	70	14	10	290KA
公司总计		66	45	预计 2011 年电解铝产量 44 万吨
商丘铝业	100	24	24	由上市公司托管

资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 11.电解铝价格走势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

电解铝生产成本尚有改善空间

电解铝业务两个最主要的成本为电力成本和氧化铝成本，占成本比重都在 42% 以上。

公司生产每吨电解铝需要消耗 1.42 万度电和 1.92 吨氧化铝。按照公司 66 万吨/年的电解铝产能计算，需要消耗 127 万吨/年的氧化铝和 117 万千瓦的装机容量。公司目前的氧化铝产

能和电力装机容量分别为 48 万吨/年和 27 万千瓦时，产能自给率为 23%和 32%。

图表 12.电解铝的主要原料

	吨铝消耗量	所需产能	现有产能	自给率	未来产能	自给率
电	1.42 万度	117 万千瓦	27 万千瓦	23%	120 万千瓦	103%
氧化铝	1.92 吨	127 万吨	48 万吨	32%	75 万吨	59%

资料来源：中银国际研究

- 2011 年的氧化铝产量增长 50%。公司现有两条氧化铝生产线，产能分别为 48 万吨/年，未来有望扩建至 75 万吨/年。我们预计公司 2010-12 年的氧化铝产量为 40 万吨、61 万吨和 75 万吨。其中 2011 年的氧化铝自给率有望达到 69%。

图表 13.神火股份氧化铝产能

名称	地点	持股比例	产能	备注
汇源铝业	一线	74	19.6	正在进行 40 万吨技改
	二线	74	32.5	
总计			52.1	技改后，2010 年的产能达到 75 万吨

资料来源：公司数据，中银国际研究

- 发电成本较高。公司现有 6 个小机组，其中只有 2 个正常运营，装机容量为 27 万千瓦，全年发电 22 亿度左右。公司小机组发电成本较高，含税价格 0.51 元/度；外购电含税价格也高达 0.57 元/度。此外，公司在建两个大机组，装机容量共计 120 万千瓦。其中一台大机组将于 2011 年 12 月投入运营。

大小发电机组的成本差异主要体现在耗煤量上：公司小机组的耗煤量为 378 克/度，未来大机组的耗煤量预计为 330 克/度。

公司存在资金需求

公司未来两年内可投资项目较多，如梁北矿改扩建、李岗矿建设、大发电机组建设和小煤矿技改。我们认为如果梁北矿和李岗矿的建设获得政府审批，公司可能需要融资（2010 年净负债率高达 142%）。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	10,607	16,903	20,654	22,460	28,550
销售成本	(8,751)	(13,949)	(16,740)	(17,769)	(22,416)
经营费用	144	238	259	217	84
息税折旧前利润	2,000	3,192	4,173	4,908	6,218
折旧及摊销	(727)	(1,058)	(1,394)	(1,666)	(1,937)
经营利润(息税前利润)	1,273	2,134	2,779	3,242	4,281
净利息收入/(费用)	(429)	(634)	(761)	(913)	(1,096)
其他收益/(损失)	52	21	16	16	18
税前利润	896	1,521	2,034	2,344	3,203
所得税	(304)	(490)	(509)	(586)	(801)
少数股东权益	9	128	8	(48)	(160)
净利润	601	1,159	1,533	1,710	2,242
每股收益(人民币)	0.801	1.104	1.460	1.629	2.135
收入增长(%)	(12)	59	22	9	27
息税前利润增长(%)	(41)	68	30	17	32
息税折旧前利润增长(%)	(29)	60	31	18	27
每股收益增长(%)	(47)	38	32	12	31

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2,455	3,541	4,138	5,884	8,777
应收帐款	112	70	85	93	118
库存	1,066	2,006	2,408	2,556	3,224
其他流动资产	1,925	2,440	2,926	3,160	3,949
流动资产总计	5,558	8,057	9,557	11,693	16,069
固定资产	12,206	14,181	15,806	17,157	18,236
无形资产	1,090	1,648	1,631	1,614	1,598
其他长期资产	691	586	586	586	586
长期资产总计	13,988	16,414	18,023	19,357	20,420
总资产	19,546	24,471	27,580	31,050	36,488
应付帐款	1,309	1,715	2,058	2,185	2,756
短期债务	5,072	5,305	5,401	6,401	7,401
其他流动负债	3,641	4,763	5,624	5,519	6,391
流动负债总计	10,021	11,784	13,084	14,105	16,548
长期借款	4,601	6,439	7,000	8,000	9,000
其他长期负债	238	483	483	483	483
股本	750	1,050	1,050	1,050	1,050
储备	2,834	3,253	4,508	5,909	7,744
股东权益	3,584	4,303	5,558	6,959	8,794
少数股东权益	1,102	1,463	1,455	1,503	1,663
总负债及权益	19,546	24,471	27,580	31,050	36,488
每股帐面价值(人民币)	4.78	4.10	5.29	6.63	8.38
每股有形资产(人民币)	3.32	2.53	3.74	5.09	6.85
每股净负债/(现金)(人民币)	9.62	7.81	7.87	8.11	7.26

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	896	1,521	2,034	2,344	3,203
折旧与摊销	727	1,058	1,394	1,666	1,937
净利息费用	429	634	761	913	1,096
运营资本变动	(549)	(968)	64	(33)	128
税金	(304)	(490)	(509)	(586)	(801)
其他	100	216	172	116	5
经营活动产生的现金流	1,299	1,972	3,917	4,421	5,568
购买固定资产净值	(1,605)	(1,678)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
投资减少/增加	(667)	(161)	(492)	(492)	(492)
投资活动产生的现金流	(2,272)	(1,828)	(2,492)	(2,492)	(2,492)
净增权益	55	47	0	0	0
净增债务	1,690	1,236	2,000	1,000	1,000
其他融资现金流	(799)	(686)	(1,183)	(1,183)	(1,183)
融资活动产生的现金流	946	597	817	(183)	(183)
现金变动	(27)	741	2,242	1,746	2,893
期初现金	2,482	2,800	1,896	4,138	5,884
公司自由现金流	(973)	144	1,425	1,929	3,076
权益自由现金流	188	526	2,571	2,075	3,222

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	18.9	18.9	20.2	21.9	21.8
息税前利润率	12.0	12.6	13.5	14.4	15.0
税前利润率	8.4	9.0	9.8	10.4	11.2
净利率	5.7	6.9	7.4	7.6	7.9
流动性(倍)					
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0
利息覆盖率	3.0	3.4	3.7	3.5	3.9
净权益负债率(%)	154.0	142.3	117.8	100.7	72.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
估值(倍)					
市盈率	31.9	23.1	17.5	15.7	12.0
市净率	5.3	6.2	4.8	3.9	3.0
价格/现金流	14.7	13.6	6.8	6.1	4.8
企业价值/息税折旧前利润	13.7	11.4	8.8	7.5	5.8
周转率					
存货周转天数	37.3	40.2	48.1	51.0	47.1
应收帐款周转天数	3.8	1.5	1.5	1.5	1.5
应付帐款周转天数	45.0	37.0	36.4	35.5	35.2
回报率(%)					
股息支付率	45.6	18.1	18.1	18.1	18.1
净资产收益率	16.8	26.9	27.6	24.6	25.5
资产收益率	4.3	5.9	7.6	7.8	8.8
已运用资本收益率	8.9	12.2	14.3	14.2	15.9

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。

本报告期内含保密信息，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。所有本报告期内使用的商标、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