

2011年3月25日

中煤能源

短期内前景不明朗

A
持有 (买入)

601898.SS - 人民币 10.84

目标价格: 人民币 8.89 (↓15.18)

H
持有 (买入)

1898.HK - 港币 10.54

目标价格: 港币 9.78 (↓17.57)

刘志成, CFA

(852) 3988 6418

lawrence.lau@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209030301

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 (%)	(0) 2	(2)	(6)	
相对新华富时 A50 指数 (%)	(4)	(0)	(3) 5	

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)	13,259
流通股 (%)	12
流通股市值 (人民币 百万)	16,528
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	281
净负债比率 (%) (2011E)	2
主要股东 (%)	
中国中煤能源集团公司	56

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

中煤能源的 2010 年 A 股和 H 股盈利分别比我们预期低 14% 和 22%，主要是因为单位生产成本和煤炭业务的折旧与摊销费用高于预期。问题的根源在于煤质下滑及地质环境较为复杂。虽然公司也在努力尝试解决这一问题，但是结果尚未显现。由于盈利低于预期，我们将 A 股和 H 股的 2011-12 年盈利预测下调 27% 和 31-32%。我们将 A 股和 H 股评级下调为**持有**。

支撑评级的要点

- 地质环境恶化还需要一段时间才能解决；
- 由于新项目推迟，短期内产量增长受限；
- 我们对盈利预测的信心相对较低。

评级面临的主要风险

- 旗下煤矿的地质环境改善比我们预期要早；
- 煤炭价格大幅上涨。

估值

- 我们将 2011 年预期市盈率从 15 倍下调至 12.5 倍，H 股目标价从 17.57 港币下调至 9.78 港币；
- 我们将 A 股目标价从 15.18 人民币下调至 8.89 人民币，较 H 股溢价 8%。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	53,730	71,268	82,842	98,224	105,874
变动 (%)	3	33	16	19	8
净利润 (人民币 百万)	6,622	6,909	8,370	10,452	10,224
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.499	0.521	0.63	0.788	0.771
变动 (%)	17.0	4.3	21.1	24.9	(2.2)
市场预期每股收益 (人民币)	-	-0.78	1	0.917	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-0.86	3	1.081	-
调整幅度 (%)	-	-	(26.9)	(27.1)	-
全面摊薄市盈率 (倍)	21.7	20.8	17.2	13.8	14.1
每股现金流量 (人民币)	0.80	0.81	0.98	1.25	1.25
价格/每股现金流量 (倍)	13.6	13.4	1	8.7	8.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	10.7	9.0	8.6	7.4	7.6
每股股息 (人民币)	0.15	0.156	0.19	0.240	0.230
股息率 (%)	1.4	1.4	1.8	2.2	2.1

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(%)	(13)	(3)	(12)	(9)
相对恒生中国企 业指数 (%)	(14)	(9)	(15)	(15)

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)	13.2	59
流通股(%)		31
流通股市值(港币 百万)	43,3	21
3 个月日均交易额(港币 百万)	325	
净负债比率 (%) (2011E)		3

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	53,187	70,303	81,719	96,892	104,439
变动(%)	3	32	16	19	8
净利润(人民币 百万)	7,409	7,466	9,093	11,331	11,259
全面摊薄每股收益(人民币)	0.559	0.563	0.686	0.855	0.849
变动(%)	2.9	0.8	21.8	24.6	(0.6)
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.925	1.086	-
先前预测每股收益(人民币)	--	--	1.002	1.239	-
调整幅度(%)	-	-	(31.5)	(31.0)	NA
全面摊薄市盈率(倍)	15.9	15.7	12.9	10.4	10.4
每股现金流量(人民币)	1.07	0.84	1.16	1.43	1.38
价格/每股现金流量(倍)	8.3	10.5	7.7	6.2	4.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.9	7.7	7.5	6.2	6.2
每股股息(人民币)	0.150	0.156	0.190	0.240	0.230
股息率(%)	1.7	1.8	2.1	2.7	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010 年业绩大幅低于预期

公司 2010 年实现盈利 74.7 亿人民币, 相比公司根据国际会计准则对长期资产的新会计处理办法重列的 2009 年利润(比先前调低 5%), 业绩基本保持平稳。2010 年盈利比我们预期低 22%。在中国会计准则下, 盈利同比增长 4.3%至 69.1 亿人民币, 比我们预期低 14%。这是三年以来全年业绩第二次大幅低于预期。

我们的预测与实际业绩之间的差距主要是因为煤炭业务的盈利低于预期及炼焦煤业务亏损超预期(实际亏损 5.68 亿人民币, 远远高于我们预测的 1.9 亿人民币)。

期内煤炭业务的报告经营利润为 114 亿人民币, 明显低于我们预期的 142 亿人民币。业绩表现较差主要是因为变更会计处理方法之后, 折旧与摊销费用较高(实际为 31.2 元/吨, 而我们预测为 19.2 元/吨), 导致每吨生产成本达到 320 元人民币, 超过了我们预期的 299 元人民币。煤炭贸易业务的利润率也低于预期。由于大屯矿区政府要求公司支付土地下沉费 3.7 亿人民币, 公司录得了一次性政策成本。

成本高企背后的原因之一是公司最大的矿区平朔矿区的地质环境恶化。一部分储量被氧化。部分地区的地质结构也比预期更加复杂。因此, 2010 年该地区的加工收益率从去年的 73.3%降至 71.6%。

短期前景欠乐观

展望未来, 由于平朔东和王家岭两个大型矿推迟到最早 2011 年末才能完工, 因此产量增长将受到限制。公司至少需要 3-6 个月才能解决平朔矿区面临的地质难题, 我们将公司原煤产量预期同比增幅从 12%下调为 7%。

调整盈利预测、目标价格和评级

我们根据实际业绩及公司旗下新矿和煤矿地质情况的最新信息, 我们将 H 股 2011-12 年盈利预测下调 31-32%, 将 A 股盈利预测下调 27%。

图表 2.业绩摘要(H 股)

年结日 12 月 31 日 (人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
收入	53,187	70,303	32
销售成本	(41,156)	(55,825)	36
毛利润	12,031	14,478	20
一般、销售和管理 费用	(2,936)	(3,749)	28
其他收入	429	(54)	(113)
其他收益, 净值 249		387	55
经营利润	9,773	11,062	13
财务成本, 净值 452		(109)	(124)
联营公司	90	46	(49)
税前利润 10,3	16	10,999	7
税金	(2,395)	(2,848)	19
税后利润 7,92	0	8,151	3
少数股东权益	(511)	(685)	34
净利润 7,40	9	7,467	1
每股收益(人民币)	0.559	0.563	1
每股派息(人民币) 0.15	0	0.156	4

资料来源: 公司数据

图表 3.经营利润组成(H 股)

年结日 12 月 31 日 (人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
煤炭	9,160	11,443	25
煤焦化 29		(568)	NM
煤矿装备	437	497	14
其他 137		72	(47)
未分配	9	(382)	NM
总计	9,772	11,062	13

资料来源: 公司数据

由于短期内面临不确定性, 我们将 H 股 2011 年预期市盈率从 15 倍下调为 12.5 倍, H 股目标价从 17.57 港币下调为 9.78 港币。同时, 我们将 H 股评级从买入下调为 **持有**。

从我们 1 月初发布行业报告以来, A-H 股三个月平均溢价已经从 -3% 扩大至 8%, 因此我们将 A 股目标价从 15.18 人民币下调至 8.89 人民币, 将评级从买入下调为 **持有**。

图表 4.业绩摘要(A 股)

年结日 12 月 31 日 (人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
营收	53,730	71,268	33
销售成本	(34,460)	(47,449)	38
销售税及其附加	(919)	(1,175)	28
毛利润	18,350	22,644	23
销售费用	(7,396)	(9,028)	22
管理费用	(2,739)	(3,327)	21
财务费用, 净值	452	(109)	(124)
减值亏损	(30)	(239)	701
公允价值变动	(5)	5	(200)
联营公司和合资控股公司 91		46	(49)
其他投资收入	302	(142)	(147)
经营利润	9,026	9,850	9
非经营性收入	230	451	96
非经营性费用	(56)	(80)	43
税前利润	9,201	10,222	11
税金	(2,107)	(2,651)	26
税后利润	7,093	7,571	7
少数股东权益	(471)	(662)	40
净利润	6,622	6,909	4
每股收益(人民币)	0.499	0.521	4

资料来源: 公司数据

图表 5.经营利润分析(A 股)

年结日 12 月 31 日 (人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%
煤炭	7,750	10,358	34
煤焦化 24		(602)	NA
煤矿装备	393	451	15
其他 150		1	(99)
未分配	980	118	(88)
部门间抵消	(96) (103)		7
总计	9,201	10,222	11

资料来源: 公司数据

图表 6.经营数据

	2009	2010	% 同比变动
煤炭			
原煤产量(百万 吨)	100.8	122.53	22
精煤产量(百万 吨) 80.5	3	94.38	17
销量(百万 吨)			
自产煤			
内销			
动力煤	76.16	87.28	15
长协 55.5	9	61.50	11
现货 20.5	7	25.78	25
炼焦煤	1.48	1.07	(28)
出口销售			
动力煤	1.3	1.4	8
炼焦煤 0.03		0	(100)
总自产煤量	78.97	89.75	14
买断贸易煤	15.29	23.94	57
进出口相关服务 2.99		3.58	20
平均售价(人民币/吨)			
自产煤			
内销			
动力煤	406	443	9
长协 402		410	2
现货 417		521	25
炼焦煤	830	1,267	53
出口销售			
动力煤	522	660	26
炼焦煤 770		NA	NM
自产煤平均价格	416	456	10
买断贸易煤	525	621	18
进出口相关服务 10		13	30
炼焦煤			
销量(百万 吨)			
自产煤	2.15	2.17	1
买断贸易 0.27		0.36	33
代理出口	-	0.06	NA
售价(人民币/吨)			
自产煤	1,386	1,564	13
买断贸易 1,57	1	1,901	21
代理出口费用	-	21	NA

资料来源: 公司数据

损益表—A股(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	53,730	71,268	82,842	98,224	105,874
销售成本	(34,460)	(47,449)	(56,033)	(66,302)	(73,078)
经营费用	(7,627)	(9,248)	(9,194)	(10,807)	(12,018)
经营利润(息税前利润)	8,215	10,289	11,516	14,317	13,980
折旧及摊销	(3,427)	(4,282)	(6,099)	(6,798)	(6,798)
息税折旧前利润	11,642	14,571	17,615	21,115	20,778
净利息收入/(费用)	520	(139)	(505)	(477)	(450)
其他收益/(损失)	466	72	355	355	355
税前利润	9,201	10,222	11,367	14,195	13,886
所得税	(2,107)	(2,651)	(2,603)	(3,251)	(3,180)
少数股东权益	(471)	(662)	(394)	(492)	(482)
净利润	6,622	6,909	8,370	10,452	10,224
核心净利润	6,622	6,909	8,370	10,452	10,224
每股收益(人民币) 0.49	9	0.521	0.631	0.788	0.771
核心每股收益(人民币) 0.49	9	0.521	0.631	0.788	0.771
每股股息(人民币) 0.15	0	0.156	0.190	0.240	0.230
收入增长(%) 3		33	16	19	8
息税前利润增长(%)	(8)	25	12	24	(2)
息税折旧前利润增长(%)	5	25	21	20	(2)
每股收益增长(%) 17		4	21	25	(2)
核心每股收益增长(%)	(6)	4	21	25	(2)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 37,2	86	30,041	7,64	4	2,883
应收帐款 3,25	5	4,574	8,76	2	10,966
库存 4,97	8	6,215	7,21	0	8,441
其他流动资产 5,35	4	7,870	7,87	0	7,870
流动资产总计	50,873	48,700	31,486	30,159	30,790
固定资产 36,4	09	43,968	87,4	39	100,653
无形资产 17,8	87	21,218	21,0	28	20,838
其他长期资产 4,51	2	6,930	6,83	4	6,738
长期资产总计	58,808	72,115	115,300	128,228	137,156
总资产	109,681	120,815	146,787	158,387	167,946
应付帐款 6,34	2	8,526	10,5	15	10,989
短期债务 387		396	0	0	0
其他流动负债 9,03	0	10,668	35,7	52	39,898
流动负债总计	15,759	19,590	46,267	50,887	52,789
长期借款 11,2	87	10,716	9,11	1	8,330
其他长期负债 4,77	7	4,990	4,99	0	4,990
股本 13,2	59	13,259	13,2	59	13,259
储备 55,1	71	60,178	60,6	84	67,954
股东权益	68,429	73,437	73,943	81,212	88,387
少数股东权益 9,42	4	12,082	12,4	76	12,969
总负债及权益	109,676	120,815	146,787	158,388	167,946
每股帐面价值(人民币) 5.16		5.54	5.58	6.13	6.67
每股有形资产(人民币) 3.81		3.94	3.99	4.55	5.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.93)	(1.43)	0.11	0.41	0.51

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润 9,20	1	10,222	11,367	14,195	13,886
折旧与摊销 3,42	7	4,282	6,099	6,798	6,798
净利息费用	(520)	139	505	477	450
运营资本变动 200		(1,241)	(2,523)	(2,158)	(1,088)
税金	(2,494)	(2,651)	(2,848)	(3,368)	(4,292)
其他经营现金流 759		(15)	413	648	884
经营活动产生的现金流	10,574	10,736	13,012	16,593	16,638
购买固定资产净值	(10,684)	(13,045)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
投资减少/增加	(899)	(3,844)	0	0	0
其他投资现金流 1,94	3	1,418	0	0	0
投资活动产生的现金流	(9,640)	(15,471)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务 1,22	7	(267)	0	(781)	(781)
支付股息	(2,044)	(1,987)	(2,073)	(2,519)	(3,182)
其他融资现金流	(222)	(255)	901	1,746	1,747
融资活动产生的现金流	(1,038)	(2,508)	(1,172)	(1,554)	(2,216)
现金变动	(105)	(7,243)	(22,397)	(4,761)	(1,378)
期初现金 37,3	93	37,286	30,041	7,644	2,883
公司自由现金流 933		(4,735)	(21,225)	(3,207)	838
权益自由现金流 1,41	0	(5,725)	(21,885)	(4,612)	(530)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率 21.7		20.4	21.3	21.5	19.6
息税前利润率 15.3		14.4	13.9	14.6	13.2
税前利润率 17.1		14.3	13.7	14.5	13.1
净利率 12.3		9.7	10.1	10.6	9.7
流动性(倍)					
流动比率 3.2		2.5	0.7	0.6	0.6
利息覆盖率 21.7		16.5	12.0	23.7	27.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	1.7	5.8	6.7
速动比率 2.9		2.2	0.5	0.4	0.4
估值(倍)					
市盈率 21.7		20.8	17.2	13.8	14.1
核心业务市盈率 21.7		20.8	17.2	13.8	14.1
目标价对应核心业务市盈率 17.8		17.1	14.1	11.3	11.5
市净率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6
价格/现金流 13.6		13.4	11.0	8.7	8.6
企业价值/息税折旧前利润 10.7		9.0	8.6	7.4	7.6
周转率					
存货周转天数 48.8		43.1	43.7	43.1	44.2
应收帐款周转天数 26.2		20.0	29.4	36.7	39.8
应付帐款周转天数 42.5		38.1	41.9	40.0	38.6
回报率(%)					
股息支付率 30.0		30.0	30.1	30.4	29.8
净资产收益率 10.0		9.7	11.4	13.5	12.1
资产收益率 6.2		6.6	6.6	7.2	6.6
已运用资本收益率 10.8		11.6	12.5	14.6	13.2

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	53,187	70,303	81,719	96,892	104,439
销售成本	(41,156)	(55,825)	(64,761)	(75,814)	(83,292)
经营费用	(807)	(594)	373	814	880
经营利润(息税前利润)	9,095	10,729	13,091	17,086	17,024
折旧及摊销	(2,129)	(3,155)	(4,241)	(4,806)	(5,003)
息税折旧前利润	11,224	13,884	17,332	21,892	22,028
净利息收入/(费用)	520	(139)	(53)	(351)	(397)
其他收益/(损失)	701	409	433	433	433
税前利润	10,316	10,999	13,471	17,168	17,060
所得税	(2,395)	(2,848)	(3,368)	(4,292)	(4,265)
少数股东权益	(511)	(685)	(1,010)	(1,545)	(1,535)
净利润	7,409	7,466	9,093	11,331	11,259
核心净利润	7,409	7,466	9,093	11,331	11,259
每股收益(人民币) 0.55	9	0.563	0.686	0.855	0.849
核心每股收益(人民币) 0.55	9	0.563	0.686	0.855	0.849
每股股息(人民币) 0.15	0	0.156	0.190	0.240	0.230
收入增长(%) 3		32	16	19	8
息税前利润增长(%)	(15)	18	22	31	0
息税折旧前利润增长(%)	(9)	24	25	26	1
每股收益增长(%) 3		1	22	25	(1)
核心每股收益增长(%)	(14)	1	22	25	(1)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	37,2	86	30,041	7,644	2,883
1,505					
应收帐款	3,25	5	4,574	5,317	6,304
6,795					
库存	4,97	8	6,215	7,210	8,441
9,273					
其他流动资产	5,35	4	7,870	8,741	9,817
10,546					
流动资产总计	50,873	48,700	28,912	27,445	28,119
固定资产	38,1	21	46,418	89,441	104,523
115,411					
无形资产	17,8	87	21,218	21,193	21,138
21,084					
其他长期资产	4,21	9	6,601	6,647	6,693
6,740					
长期资产总计	60,227	74,236	117,281	132,355	143,234
总资产	111,100	122,936	146,193	159,800	171,353
应付帐款	6,34	2	8,526	9,891	11,579
12,721					
短期债务	990		1,422	781	781
0					
其他流动负债	8,18	8	9,442	24,769	27,112
29,473					
流动负债总计	15,519	19,391	35,441	39,472	42,195
长期借款	11,2	87	10,716	9,892	9,111
8,330					
其他长期负债	6,09	8	6,491	6,491	6,491
6,491					
股本	13,2	59	13,259	13,259	13,259
储备	55,3	37	60,790	67,810	76,621
84,699					
股东权益	68,595	74,049	81,069	89,880	97,957
少数股东权益	9,60	0	12,290	13,300	14,845
16,381					
总负债及权益	111,100	122,936	146,193	159,800	171,353
每股帐面价值(人民币) 5.17		5.58	6.11	6.78	7.39
每股有形资产(人民币) 3.82		3.98	4.52	5.18	5.80
每股净负债/(现金)(人民币) (1.89)		(1.35)	0.23	0.53	0.51

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	10,3	16	10,999	13,471	17,168
17,060					
折旧与摊销	2,12	9	3,155	4,241	4,806
5,003					
净利息费用		(520)	139	53	351
397					
运营资本变动	3,73	7	(2,254)	(123)	(221)
27					
税金		(2,494)	(2,651)	(2,848)	(3,368)
(4,292)					
其他经营现金流	1,01	4	1,762	562	227
144					
经营活动产生的现金流	14,182	11,151	15,355	18,963	18,340
购买固定资产净值	(15,858)	(19,808)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
投资减少/增加	465	0	0	0	0
其他投资现金流	1,70	4	3,796	0	0
0					
投资活动产生的现金流	(13,689)	(16,012)	(34,237)	(19,800)	(15,800)
净增权益		0	0	0	0
净增债务	1,62	8	328	(781)	(781)
(781)					
支付股息		(2,044)	(1,987)	(2,073)	(2,519)
(3,182)					
其他融资现金流		(182)	(724)	(661)	(624)
45					
融资活动产生的现金流	(598)	(2,383)	(3,515)	(3,925)	(3,918)
现金变动	(105)	(7,243)	(22,397)	(4,761)	(1,378)
期初现金	37,3	93	37,286	30,041	7,644
2,883					
公司自由现金流	493		(4,861)	(18,882)	(837)
2,540					
权益自由现金流	1,37	1	(5,257)	(20,324)	(2,242)
1,171					

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.1		19.7	21.2	22.6
21.1					
息税前利润率	17.1		15.3	16.0	17.6
16.3					
税前利润率	19.4		15.6	16.5	17.7
16.3					
净利率	13.9		10.6	11.1	11.7
10.8					
流动性(倍)					
流动比率	3.3		2.5	0.8	0.7
0.7					
利息覆盖率	24.1		17.2	25.9	35.8
37.8					
净权益负债率(%)		净现金	净现金	3.2	6.7
6.0					
速动比率	3.0		2.2	0.6	0.5
0.4					
估值(倍)					
市盈率	15.9		15.7	12.9	10.4
10.4					
核心业务市盈率		15.9	15.7	12.9	10.4
10.4					
目标价对应核心业务市盈率		14.7	14.6	12.0	9.6
9.7					
市净率	1.7		1.6	1.5	1.3
1.2					
价格/现金流	8.3		10.5	7.7	6.2
6.4					
企业价值/息税折旧前利润		8.9	7.7	7.5	6.2
6.2					
周转率					
存货周转天数	40.9		36.6	37.8	37.7
38.8					
应收帐款周转天数	26.5		20.3	22.1	21.9
22.9					
应付帐款周转天数	43.0		38.6	41.1	40.4
42.5					
回报率(%)					
股息支付率	26.8		27.8	27.7	28.1
27.1					
净资产收益率	11.7		10.5	11.7	13.3
12.0					
资产收益率	7.0		6.8	7.3	8.4
7.7					
已运用资本收益率	12.2		11.9	13.3	15.7
14.4					

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