

2011年4月1日

鞍钢股份

10年下半年亏损部分抵消上半年收益

2010年鞍钢股份的净利润(国际会计准则下)同比增长173%至20.5亿人民币,比我们预期的17.4亿人民币高18%,但是比市场预期低15%。实际业绩与我们的预测值之间存在较大差异主要是因为我们的预测中未包含研发成本税收减免优惠的1.60亿人民币。税前利润为23.8亿人民币,比我们预测高3%。2010年下半年公司录得7.13亿人民币亏损,部分抵消了上半年的盈利28亿人民币,主要是因为生产成本大幅上升。我们将2011-12年盈利预测下调5-9%,对H股和A股分别维持持有和买入评级。

支撑评级的要点

- 去库存化尚未完成。
- 虽然成本上升,但由于需求依然疲软,板材价格未见起色。

估值

- 在将估值基础从2010年调整为2011年之后,我们将H股目标价从11.00港币上调至11.50港币,对应1.2倍2011年预期市净率,与历史上净资产收益率4-5%左右的估值水平一致,维持**持有**评级。基于1.3倍市净率,将A股目标价从9.90人民币上调至10.20人民币,维持**买入**评级。

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)	70,126	92,431	103,958	108,983	114,935
变动(%)	(11)	32	12	5	5
净利润(人民币 百万)	727	2,039	3,016	4,687	7,796
全面摊薄每股收益(人民币)	0.100	0.282	0.417	0.648	1.078
变动(%)	(75.6)	180.5	47.9	55.4	66.3
市场预期每股收益(人民币)	-	0.418	0.615	0.751	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.531	0.801	-
调整幅度(%)	-	-	(21.4)	(19.1)	-
核心每股收益(人民币)	0.100	0.282	0.417	0.648	1.078
变动(%)	(75.6)	180.5	47.9	55.4	66.3
全面摊薄市盈率(倍)	81.0	28.9	19.5	12.6	7.6
核心市盈率(倍)	81.0	28.9	19.5	12.6	7.6
每股现金流量(人民币)	0.62	1.23	1.48	1.31	1.77
价格/每股现金流量(倍)	13.2	6.6	5.5	6.2	4.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	9.3	6.5	5.0	3.4
每股股息(人民币)	0.060	0.128	0.239	0.347	0.546
股息率(%)	0.7	1.6	2.9	4.3	6.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

买入
 A 000898.SZ - 人民币 8.14
 目标价格: 人民币 10.20 (↑9.90)

持有
 H 0347.HK - 港币 10.58
 目标价格: 港币 11.50 (↑11.00)

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(%)	32	24	19	(53)
相对新华富时A50指数(%)	(7)	6	(11)	(22)

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)	7,235
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	18,375
3个月日均交易额(人民币 百万)	196
净负债比率(%) (2011E)	50
主要股东(%)	
鞍钢集团	67

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*梁颖璋是本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

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(%)	15	45	27	(48)
相对恒生中国企业指数 (%)	5	27	9	(14)

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)	7,235
流通股(%)	31
流通股市值(港币 百万)	23,882
3 个月日均交易额(港币 百万)	152
净负债比率(%) (2011E)	49

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)	69,874	91,927	103,646	108,656	114,590
变动(%)	(10)	32	13	5	5
净利润(人民币 百万)	748	2,054	3,847	5,576	8,772
全面摊薄每股收益(人民币)	0.103	0.284	0.532	0.771	1.213
变动(%)	(75.0)	174.5	87.3	44.9	57.3
市场预期每股收益(人民币)	-	0.347	0.581	0.721	0.733
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.560	0.851	-
调整幅度(%)	-	-	(5.1)	(9.5)	-
核心每股收益(人民币)	0.103	0.284	0.532	0.771	1.212
变动(%)	(75.0)	174.5	87.3	44.9	57.3
全面摊薄市盈率(倍)	86.2	31.4	16.8	11.6	7.3
核心市盈率(倍)	86.2	31.4	16.8	11.6	7.3
每股现金流量(人民币)	0.63	1.25	1.51	1.39	1.82
价格/每股现金流量(倍)	14.2	7.1	5.9	6.4	4.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.9	8.7	6.8	5.2	3.6
每股股息(人民币)	0.060	0.128	0.239	0.347	0.546
股息率(%)	0.7	1.4	2.7	3.9	6.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

税前利润符合预期

2010 年国际会计准则下净利润同比增长 173% 至 20.5 亿人民币，比我们预期的 17.4 亿人民币高 18%，比市场预期低 15%。实际业绩与我们的预测值之间存在较大差异主要是因为我们的预测中未包含研发成本税收减免优惠的 1.60 亿人民币。税前利润为 23.8 亿人民币，比我们预测高 3%，但是比市场预期低 15%。收入同比增长 4% 至 922 亿人民币，主要是因为销量同比增长 11.1% 至 2,070 万吨，平均售价同比上涨 18% 至 4,288 人民币/吨。

在中国会计准则下，2010 年净利润同比增长 180% 至 20 亿人民币，比我们预期高 17%，但是比市场预期低 29%。造成实际业绩与预测值之间产生较大差距的原因与上文中提到的国际会计准则下的原因一致。税前利润比我们预期低 2%，比市场预期低 36%。

10 年下半年录得亏损

值得注意的是，10 年下半年公司录得 7.13 亿人民币亏损，部分抵消了上半年实现的 28 亿人民币收益。这主要是因为生产成本大幅上升，尤其是铁矿石和炼焦煤价格上涨导致下半年利润率从上半年的 12.6% 缩窄 10 个百分点至 2.6%，这与马钢股份下半年毛利率从上半年的 7.6% 缩窄至 3.3% 变动趋势一致。

公司的钢铁产品中，冷轧钢板(主要用于汽车和家电制造)利润最高，毛利率提升了 5.85 个百分点至 17.7%。此外，中厚板(主要用于造船)毛利率缩窄 7.5 个百分点至 1.0%。

板材价格涨幅有限

我们预计 2011 年平均售价将同比增长 14%，但是由于原材料成本上升，毛利率增长平平。我们估计 2 月的平均售价达到 4,620 人民币/吨左右，公司已摆脱亏损，但是由于需求依然疲软，平钢价格很难在成本推动下有所起色。4 季度冷轧钢卷(2010 年占到公司总销量的 25%)的毛利率从上半年的 28% 下滑至不足 10%。今年截至目前冷轧钢板现货价实际同比下跌 2%，明显落后于建筑钢超过 20% 的同比增幅。

估值及评级

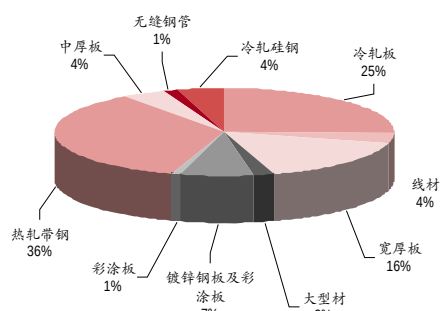
我们将毛利率预测从 10.9% 下调至 9%，以反映我们对成本上升、平均售价在成本推动下上涨空间有限的担忧。但是，考虑到公司将继续享受研发费用的税收优惠政策，我们将实际税率预测从 25% 下调到 2010 年的实际水平 19%，这在一定程度上抵消了成本上升。我们将 2011-12 年盈利预测下调 5-9%。在将估值基础从 2010 年调整为 2011 年之后，我们将 H 股目标价从 11.00 港币上调至 11.50 港币，对应 1.2 倍 2011 年预期市净率，与历史上净资产收益率 4-5% 左右时的估值水平一致，维持 **持有** 评级。基于 1.3 倍市净率，将 A 股目标价从 9.90 人民币上调至 10.20 人民币，维持 **买入** 评级。

图表 2. 2010 年业绩比较(国际会计准则)

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%	2010E	差距(百分点)
总收入	69,874	92,212	32	88,910	4
销售成本	(65,721)	(85,409)	30	(81,792)	4
毛利润	4,153	6,803	64	7,118	(4)
管理费用	(1,081)	(1,622)	50	(1,778)	(9)
一般、销售和管理费用	(1,539)	(1,844)	20	(1,956)	(6)
其他收益/(亏损), 净值	103	266	158	-	NA
经营利润(息税前)	1,636	3,318	103	3,384	(2)
净利息收入/(费用)	(940)	(1,333)	42	(1,067)	25
其他收入/费用					
净参与收入/联营公司利润	176	393		-	NA
税前利润	872	2,378	173	2,317	3
所得税	(165)	(413)	151	(579)	(29)
少数股东权益	41	89	117	-	NA
净利润	748	2,054	175	1,737	18
利润率					
毛利率	5.9	7.4	1.4	8.0	(0.6)
经营利润率	2.3	3.6	1.3	3.8	(0.2)
净利率	1.1	2.2	1.2	2.0	0.3
实际税率	19	17	(1.5)	25	(7.6)
净资产收益率	1.2	4	2.5	3	0.6

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 5. 2010 年产品构成



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2010 年业绩比较(实际与预测)(中国会计准则下)

(人民币, 百万)	2009	2010	同比变动%	2010E	差额(百分点)
总收入	70,126	92,431	32	89,177	4
销售成本	(63,712)	(82,694)	30	(81,573)	1
毛利润	6,414	9,737	52	7,605	28
管理费用	(1,081)	(1,622)	50	(1,994)	(19)
一般、销售和管理费用	(2,962)	(3,441)	16	(1,962)	75
其他收益/(亏损), 净值	(1,582)	(285)	(82)	(180)	59
经营利润(息税前)	789	4,389	456	3,469	27
净利息收入/(费用)	(902)	(1,249)	38	(1,067)	17
其他收入/费用	956	(782)	-	-	-
税前利润	843	2,358	180	2,402	(2)
所得税	(157)	(408)	160	(601)	(32)
少数股东权益	41	89			
净利润	727	2,039	180	1,737	17
利润率					
毛利率	9.1	10.5	1.4	8.5	2.0
经营利润率	1.1	4.7	3.6	3.9	0.9
净利率	1.0	2.2	1.2	1.9	0.3

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 4. 业绩环比比较(实际业绩与预测)(国际会计准则)

	10 年上 半年	下半年	环比变动%	09 年下 半年	同比变动%
总收入	43,805	48,407	11	39,923	21
销售成本	(38,270)	(47,139)	23	(35,482)	33
毛利润	5,535	1,268	(77)	4,441	(71)
管理费用	(767)	(855)	11	(647)	32
一般、销售和管理费用	(837)	(1,007)	20	(803)	25
其他收益/(亏损), 净值	42	224	433	22	918
经营利润(息税前)	3,973	(655)	(116)	3,013	(122)
净利息收入/费用	(618)	618	(200)	(597)	(204)
净参与收入/联营公司利润	253	140	(45)	190	(26)
税前利润	3,608	(1,230)	(134)	2,606	(147)
所得税	(832)	419	(150)	(352)	(219)
少数股东权益	(9)	98	(1,189)	-	NA
净利润	2,767	(713)	(126)	2,254	(132)
利润率					
毛利率	12.6	2.6	(10.0)	11.1	(8.5)
经营利润率	9.1	(1.4)	(10.4)	7.5	(8.9)
净利率	6.3	(1.5)	(7.8)	5.6	(7.1)

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

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	70,126	92,431	103,958	108,983	114,935
销售成本	(63,712)	(82,694)	(94,289)	(96,812)	(102,616)
经营费用	598	(834)	3,479	3,347	7,416
经营利润(息税前利润)	744	1,719	5,449	7,747	11,974
折旧及摊销	(6,268)	(7,184)	(7,698)	(7,771)	(7,760)
息税折旧前利润	7,012	8,903	13,147	15,518	19,734
净利息收入/(费用)	(902)	(1,249)	(1,428)	(1,497)	(1,578)
其他收益/(损失)	1,001	1,888	0	0	0
税前利润	843	2,358	4,021	6,250	10,395
所得税	(157)	(408)	(1,005)	(1,563)	(2,599)
少数股东权益	41	89	0	0	0
净利润	727	2,039	3,016	4,687	7,796
核心净利润	727	2,039	3,016	4,687	7,796
每股收益(人民币)	0.1	0.282	0.417	0.648	1.078
核心每股收益(人民币)	0.1	0.282	0.417	0.648	1.078
每股股息(人民币)	0.06	0.128	0.239	0.347	0.546
收入增长(%)	(11)	32	12	5	5
息税前利润增长(%)	(83)	131	217	42	55
息税折旧前利润增长(%)	(23)	27	48	18	27
每股收益增长(%)	(76)	180	48	55	66
核心每股收益增长(%)	(76)	180	48	55	66

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	2,242	3,651	4,033	6,454	9,683
应收帐款	1,770	2,061	1,768	1,853	1,955
库存	10,658	13,134	15,212	15,828	16,077
其他流动资产	9,627	12,098	15,061	15,422	15,850
流动资产总计	24,297	30,944	36,073	39,558	43,565
固定资产	64,393	62,544	64,711	61,942	59,186
无形资产	7,061	6,967	6,967	6,967	6,967
其他长期资产	5,236	4,659	4,273	4,273	4,273
长期资产总计	76,690	74,170	75,951	73,182	70,426
总资产	100,987	105,114	112,025	112,741	113,991
应付帐款	6,827	9,562	10,677	11,015	11,151
短期债务	21,363	16,435	14,447	11,114	4,758
其他流动负债	7,297	10,403	12,239	12,239	12,239
流动负债总计	35,487	36,400	37,363	34,368	28,148
长期借款	11,502	12,717	18,071	16,297	14,625
其他长期负债	200	652	0	0	0
股本	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
储备	46,563	48,110	49,356	54,840	63,983
股东权益	53,798	55,345	56,591	62,075	71,218
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	100,987	105,114	112,025	112,741	113,991
每股帐面价值(人民币)	7.44	7.65	7.82	8.58	9.84
每股有形资产(人民币)	6.46	6.69	6.86	7.62	8.88
每股净负债/(现金)(人民币)	4.23	3.52	3.94	2.9	1.34

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	843	2,358	4,021	6,250	10,395
折旧与摊销	6,268	7,184	7,698	7,771	7,760
净利息费用	902	1,249	1,428	1,497	1,578
运营资本变动	(547)	2,581	2,503	(27)	42
税金	(165)	(413)	(876)	(1,279)	(2,024)
其他经营现金流	(2,829)	(4,055)	(4,093)	(4,723)	(4,981)
经营活动产生的现金流	4,472	8,904	10,682	9,488	12,771
购买固定资产净值	(7,013)	(4,935)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
投资减少/增加	1,800	185	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,213)	(4,750)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	3,056	(812)	(1,651)	(1,931)	(3,429)
支付股息	(3,086)	(1,985)	(924)	(1,731)	(2,509)
其他融资现金流	39	52	275	595	397
融资活动产生的现金流	9	(2,745)	(2,300)	(3,067)	(5,541)
现金变动	(732)	1,409	382	2,421	3,229
期初现金	2,974	2,242	3,651	4,033	6,454
公司自由现金流	(741)	4,154	2,682	5,488	8,771
权益自由现金流	1,375	2,009	(472)	1,982	3,681

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	10	9.6	12.6	14.2	17.2
息税前利润率	1.1	1.9	5.2	7.1	10.4
税前利润率	1.2	2.6	3.9	5.7	9
净利率	1	2.2	2.9	4.3	6.8
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.9	1	1.2	1.5
利息覆盖率	0.8	1.4	3.8	5.2	7.6
净权益负债率	56.9	46.1	50.3	33.8	13.6
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	1
估值(倍)					
市盈率	81	28.9	19.5	12.6	7.6
核心业务市盈率	81	28.9	19.5	12.6	7.6
目标价对应核心业务市盈率	101.5	36.2	24.5	15.7	9.5
市净率	1.1	1.1	1	0.9	0.8
价格/现金流	13.2	6.6	5.5	6.2	4.6
企业价值/息税折旧前利润	12.5	9.3	6.5	5	3.4
周转率					
存货周转天数	60.2	52.5	54.9	58.5	56.7
应收帐款周转天数	7.8	7.6	6.7	6.1	6
应付帐款周转天数	38.6	32.4	35.5	36.3	35.2
回报率(%)					
股息支付率	59.7	45.3	57.4	53.5	50.6
净资产收益率	1.4	3.7	5.4	7.9	11.7
资产收益率	0.6	1.4	3.8	5.2	7.9
已运用资本收益率	0.9	2	6.3	8.7	13.3

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	69,874	91,927	103,646	108,656	114,590
销售成本	(65,721)	(85,409)	(94,279)	(96,918)	(98,622)
经营费用	3,751	3,984	4,056	4,374	4,161
经营利润(息税前利润)	1,636	3,318	5,724	8,342	12,368
折旧及摊销	(6,268)	(7,184)	(7,698)	(7,771)	(7,760)
息税折旧前利润	7,904	10,502	13,423	16,113	20,128
净利息收入/(费用)	(940)	(1,333)	(1,503)	(1,575)	(1,661)
其他收益/(损失)	176	393	413	0	0
税前利润	872	2,378	4,634	6,766	10,707
所得税	(165)	(413)	(876)	(1,279)	(2,024)
少数股东权益	41	89	89	89	89
净利润	748	2,054	3,847	5,576	8,772
核心净利润	748	2,054	3,847	5,576	8,772
每股收益(人民币)	0.103	0.284	0.532	0.771	1.212
核心每股收益(人民币)	0.103	0.284	0.532	0.771	1.212
每股股息(人民币)	0	0	0	0	1
收入增长(%)	(10)	32	13	5	5
息税前利润增长(%)	(64)	103	73	46	48
息税折旧前利润增长(%)	(15)	33	28	20	25
每股收益增长(%)	(75)	175	87	45	57
核心每股收益增长(%)	(75)	175	87	45	57

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	872	2,378	4,634	6,766	10,707
折旧与摊销	6,268	7,184	7,698	7,771	7,760
净利息费用	940	1,333	1,503	1,575	1,661
运营资本变动	(547)	2,581	2,503	(27)	42
税金	(165)	(413)	(876)	(1,279)	(2,024)
其他经营现金流	(2,819)	(4,037)	(4,505)	(4,723)	(4,981)
经营活动产生的现金流	4,549	9,026	10,957	10,083	13,165
购买固定资产净值	(7,013)	(4,935)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
投资减少/增加	1,800	185	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(5,213)	(4,750)	(8,000)	(4,000)	(4,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	3,056	(812)	(1,651)	(1,931)	(3,429)
支付股息	(3,086)	(1,985)	(924)	(1,731)	(2,509)
其他融资现金流	(38)	(70)	0	0	2
融资活动产生的现金流	(68)	(2,867)	(2,575)	(3,662)	(5,936)
现金变动	(732)	1,409	382	2,421	3,229
期初现金	2,974	2,242	3,651	4,033	6,454
公司自由现金流	(664)	4,276	2,957	6,083	9,165
权益自由现金流	1,452	2,131	(196)	2,577	4,075

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	2,242	3,651	4,033	6,454	9,683
应收帐款	4,145	4,872	4,778	5,009	5,283
库存	10,658	13,134	15,212	15,828	16,077
其他流动资产	9,592	11,369	12,050	12,267	12,524
流动资产总计	26,637	33,026	36,073	39,559	43,567
固定资产	73,776	70,550	71,678	68,909	66,153
无形资产	13	8	9	7	6
其他长期资产	9,703	3,535	3,535	3,535	3,535
长期资产总计	83,492	74,093	75,222	72,452	69,693
总资产	110,129	107,119	111,296	112,011	113,261
应付帐款	6,744	9,371	8,330	8,668	8,804
短期债务	21,363	19,356	14,447	11,114	4,758
其他流动负债	9,721	9,755	12,045	12,388	12,700
流动负债总计	37,828	38,482	34,822	32,170	26,262
长期借款	11,502	12,717	18,071	16,297	14,625
其他长期负债	74	591	591	591	591
股本	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
储备	53,490	48,094	50,576	55,718	64,547
股东权益	60,725	55,329	57,811	62,953	71,782
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	110,129	107,119	111,296	112,011	113,261
每股帐面价值(人民币)	8.39	7.65	7.99	8.7	9.92
每股有形资产(人民币)	8.39	7.65	7.99	8.7	9.92
每股净负债(现金)(人民币)	4.23	3.93	3.94	2.9	1.34

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	11.3	11.4	13	14.8	17.6
息税前利润率	2.3	3.6	5.5	7.7	10.8
税前利润率	1.2	2.6	4.5	6.2	9.3
净利率	1.1	2.2	3.7	5.1	7.7
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.9	1	1.2	1.7
利息覆盖率	1.7	2.5	3.8	5.3	7.4
净权益负债率(%)	50.4	51.4	49.3	33.3	13.5
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.7	1
估值(倍)					
市盈率	86.2	31.4	16.8	11.6	7.3
核心业务市盈率	86.2	31.4	16.8	11.6	7.3
目标价对应核心业务市盈率	93.7	34.1	18.2	12.6	8
市净率	1.1	1.2	1.1	1	0.9
价格/现金流	14.2	7.1	5.9	6.4	4.9
企业价值/息税折旧前利润	11.9	8.7	6.8	5.2	3.6
周转率					
存货周转天数	58.4	50.8	54.9	58.4	59
应收帐款周转天数	18.7	17.9	17	16.4	16.4
应付帐款周转天数	38	32	31.2	28.6	27.8
回报率(%)					
股息支付率	58	45	45	45	45
净资产收益率	1.3	3.5	6.8	9.2	13
资产收益率	1.3	2.5	4.3	6.1	8.9
已运用资本收益率	1.9	3.7	6.4	9.2	13.6

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