

2011 年 5 月 3 日

中国神华

不确定性已消除

买入
A

601088.SS - 人民币 29.65

目标价格: 人民币 33.75 (↑35.26)

H
买入

1088.HK - 港币 36.25

目标价格: 港币 41.28 (↑39.65)

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(%)	20	2	27	13
相对新华富时	14	1	21	15
A50 指数(%)				

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)	19,890
流通股(%)	9
流通股市值(人民币 百万)	53,666
3 个月日均交易额(人民币 百万)	836
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
神华集团	73

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

1 季度中国神华的盈利同比增长 17%, 基本符合我们预期, 扫除了近期从母公司收购的资产盈利能力所面临的不确定性。我们微调了该股盈利预测, 对其 A 股和 H 股均维持买入评级。

支撑评级的要点

- 明确的产量增长目标将有力支撑未来几年的盈利增长;
- 虽然近期从母公司收购资产的盈利低于预期, 但是其面临的盈利不确定性已经消除;
- 海运业务将成为新的增长点, 预计 2011 年海运量将翻两番。

评级面临的主要风险

- 煤价大幅下挫;
- 新项目推迟。

估值

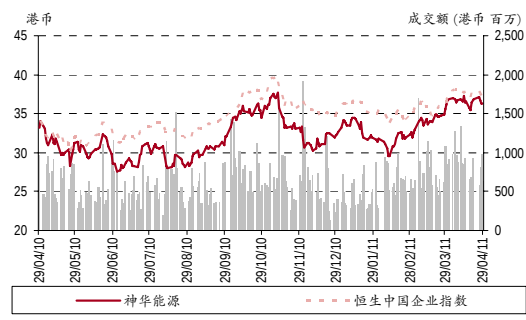
- 考虑到未来增长较快, 我们将该股 2011 年预期市盈率从 15 倍提高至 16 倍, 相应的将目标价从 39.65 港币提高至 41.28 港币;
- 我们将 A 股目标价从 35.26 人民币下调至 33.75 人民币, 对应 16 倍 2011 年预期市盈率。

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)	121,312	152,063	183,483	210,281	218,250
变动(%)	13	25	21	15	4
净利润(人民币 百万)	30,276	37,187	41,951	54,676	56,379
全面摊薄每股收益(人民币)	1.522	1.870	2.109	2.749	2.835
变动(%)	16.6	22.8	12.8	30.3	3.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.149	2.411	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.176	2.708	2.789
调整幅度(%)	-	-	(3.1)	1.5	1.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.5	15.9	14.1	10.8	10.5
每股现金流量(人民币)	2.96	3.15	3.42	4.25	4.16
价格/每股现金流量(倍)	10.0	9.4	8.7	7.0	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	8.7	7.9	5.8	5.2
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.850	1.090	1.120
股息率(%)	1.8	2.5	2.9	3.7	3.8

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(%)	12	20	21	(38)
相对恒生中国企业指数(%)	8	3	15	(6)

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)	19,890
流通股(%)	17
流通股市值(港币 百万)	122,572
3个月日均交易额(港币 百万)	755
净负债比率(%) (2011E)	净现金

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)	121,312	152,063	183,483	210,281	218,250
变动(%)	13	25	21	15	4
净利润(人民币 百万)	31,706	38,132	42,895	55,620	57,322
全面摊薄每股收益(人民币)	1.594	1.917	2.157	2.796	2.882
变动(%)	19.0	20.3	12.5	29.7	3.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	2.226	2.556	2.995
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.224	2.756	2.836
调整幅度(%)	-	-	(3.0)	1.5	1.6
全面摊薄市盈率(倍)	19.0	15.8	14.1	10.8	10.5
每股现金流量(人民币)	2.83	3.01	3.33	4.20	4.19
价格/每股现金流量(倍)	10.7	10.1	9.1	7.2	7.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.7	8.9	8.0	5.9	5.3
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.850	1.090	1.120
股息率(%)	1.7	2.5	2.8	3.6	3.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

1 季度业绩基本符合预期

在国际会计准则下, 1 季度中国神华的盈利同比增长17%至 110 亿人民币, 中国会计准则下盈利为 105 亿人民币。公司重申了 2010 年 1 季度的业绩(提高约 2 亿人民币), 以反映去年 12 月宣布的以 87 亿人民币向母公司收购资产的交易已经完成。

销量增长、价格提高成为业绩增长的主要动力

1 季度, 公司的商品煤产量同比增长 15%至 7,040 万吨, 销量同比增长 36%至 9,340 万吨。销量能够增长迅猛, 主要是公司将外购煤炭总量同比提高 1.6 倍。

1 季度, 平均煤价同比上涨 5%至 417.1 人民币/吨, 足以抵消平均生产成本同比上涨 6%至 115.2 人民币/吨所带来的负面影响。

更多坑口煤售出

平均煤炭价格增长缓慢主要是因为近期从母公司收购的煤矿产量较高。这些煤矿所产煤炭都以坑口价售出。因此, 1 季度坑口销量在总销量中的占比从上年同期的 15.3%扩大至 19.4%。由于外购煤大量增长, 我们先前曾预计 2011 年坑口销量比率将下降至 10%左右。

预计 2 季度盈利略有提高

我们预计 2 季度公司的盈利将较 1 季度略好。下水煤现货价有望走高, 而销量将基本保持平稳。单位成本将成为影响业绩的主要因素, 1 季度同比上涨 5%明显低于全年的指导区间 10%。这预示着未来成本还将进一步走高。

业绩摘要(H股)

年结日 12月31日 (人民币, 百万)	2010年 1季度	2011年 1季度	同比 变动%
营收			
煤炭	22,334	32,773	47
电力	10,232	12,616	23
其他	1,009	2,000	98
总营收	33,575	47,389	41
销售成本	(17,691)	(27,823)	57
一般、销售和管理费用	(1,954)	(2,403)	23
其他经营(费用)/收入, 净值	23	17	(26)
经营利润	13,953	17,180	23
净财务成本	(499)	(509)	2
投资收入	156	(1)	NA
联营公司	131	58	(56)
税前利润	13,741	16,728	22
税金	(2,797)	(3,923)	40
税后利润	10,944	12,805	17
少数股东权益	(1,485)	(1,774)	19
净利润	9,459	11,031	17
每股收益(人民币)	0.476	0.555	17

资料来源: 公司数据

业绩摘要(A股)

年结日 12月31日 (人民币, 百万)	2010年 1季度	2011年 1季度	同比变 动%
收入	33,575	47,389	41
经营成本	(16,972)	(27,145)	60
营业税及其附加	(952)	(1,064)	12
销售费用	(226)	(309)	37
管理费用	(2,294)	(2,539)	11
财务费用	(524)	(453)	(14)
减值亏损	1	(4)	NA
公允价值变动	25	(56)	NA
联营公司收入	131	58	(56)
其他投资收入	158	31	(80)
经营利润	12,922	15,908	23
非经营性收入	51	65	27
非经营性开支	(30)	(81)	170
税前利润	12,943	15,892	23
所得税	(2,593)	(3,717)	43
税后利润	10,350	12,175	18
少数股东权益	(1,429)	(1,708)	20
净利润	8,921	10,467	17
每股收益(人民币)	0.449	0.526	17

资料来源: 公司数据

调整盈利预测和目标价格

我们将 2011-13 年盈利预测下调 3%, 以反映销售组合不及预期(收购煤矿的盈利低于预期)。目前, 我们预计坑口销量将占到 2011 年总销量的 15%。1 季度的销量已经占到我们全年预测的 26.7%, 我们的预测趋于保守, 如果未来几个季度销量依然保持强劲增长, 我们将上调销量增长预测。

我们将 2012-13 年的盈利预测上调 1-2%, 以反映坑口销售及铁路直销的现货价格高于预期。

我们对中国神华的 A 股和 H 股分别维持 **买入** 评级。公司的产能扩张计划明确。从母公司收购的煤矿及新煤矿的贡献将支撑 2011-12 年的产量增长。新街矿区的产量(煤质与神东矿区基本相同)将从 2013 年开始拉动煤炭产量增长。

由于未来几年的每股收益增长加快, 我们将 H 股目标价从 39.65 港币上调至 41.28 港币, 对应 2011 年预期市盈率从 15 倍提高至 16 倍。

我们将 A 股目标价从 35.26 人民币提高至 33.75 人民币, 对应 16 倍 2011 年预期市盈率, 较行业平均水平折让 20%。

经营数据

	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比变动 %
煤炭分部			
商品煤产量(百万 吨)	61.1	70.4	15
外购煤(百万 吨)	9.0	23.3	159
销量(百万 吨)			
国内销售			
长期合同销售	40.7	46.8	15
坑口	4.7	7.8	66
直销	15.6	16.8	8
海运(港口离岸)	20.4	22.2	9
现货市场销售	24.1	44.0	83
坑口	5.8	10.3	78
直销	4.8	9.7	102
海运(现货离岸价格)	13.5	24.0	78
国内总销量	64.8	90.8	40
出口销售	3.9	2.6	(33)
总销售	68.7	93.4	36
平均售价(人民币/吨)			
国内销售			
长期合同销售	354.1	344.1	(3)
坑口	124.9	143.2	15
直销	284.0	297.7	5
海运(港口离岸)	460.5	449.5	(2)
现货市场销售	462.0	481.8	4
坑口	158.9	172.6	9
直销	509.6	499.1	(2)
海运(现货离岸价格)	576.8	670.6	16
国内总销量	394.3	410.8	4
出口销售	458.9	636.6	39
总销售	398.0	417.1	5
单位成本(人民币/吨)			
生产成本	108.2	115.2	6
煤炭运输营收			
通过自有铁路(十亿 吨公里)	37.8	41.0	8
海运煤贸易(百万 吨)	37.8	48.8	29
其中			
通过黄骅港(百万 吨)	19.9	21.4	8
通过天津煤炭运输港(百万 吨)	7.3	5.7	(22)
海运(百万 吨)	0	17.9	NA
运费营收(十亿 吨海里)	0	15.6	NA
发电业务			
总发电量(十亿 千瓦时)	32.4	39.3	21
配电量(十亿 千瓦时)	30.2	36.7	22

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	121,312	152,063	183,483	210,281	218,250
销售成本	(61,486)	(81,712)	(105,447)	(115,410)	(118,671)
经营费用	(1,321)	(566)	(1,144)	1,544	(135)
经营利润(息税前利润)	46,074	55,647	62,138	80,446	82,735
折旧及摊销	(12,431)	(14,138)	(14,753)	(15,970)	(16,709)
息税折旧前利润	58,505	69,785	76,892	96,416	99,444
净利息收入/(费用)	(2,029)	(1,997)	(1,244)	(539)	(415)
其他收益/(损失)	(144)	(346)	447	447	447
税前利润	43,901	53,304	61,341	80,354	82,767
所得税	(9,156)	(10,798)	(12,882)	(16,874)	(17,381)
少数股东权益	(4,469)	(5,319)	(6,508)	(8,804)	(9,007)
净利润	30,276	37,187	41,951	54,676	56,379
核心净利润	30,276	37,187	41,951	54,676	56,379
每股收益(人民币)	1.522	1.870	2.109	2.749	2.835
核心每股收益(人民币)	1.522	1.870	2.109	2.749	2.835
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.850	1.090	1.120
收入增长(%)	13	25	21	15	4
息税前利润增长(%)	14	21	12	29	3
息税折旧前利润增长(%)	14	19	10	25	3
每股收益增长(%)	17	23	13	30	3
核心每股收益增长(%)	17	23	13	30	3

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	73,467	75,366	65,881	108,888	152,648
应收帐款	7,571	8,591	20,183	23,131	24,008
库存	7,727	11,167	13,976	15,351	15,788
其他流动资产	3,694	8,871	10,089	7,192	7,396
流动资产总计	92,459	103,995	110,129	154,562	199,839
固定资产	179,407	191,824	222,356	218,917	214,720
无形资产	25,642	28,097	27,553	27,009	26,465
其他长期资产	13,006	15,352	13,051	13,052	13,053
长期资产总计	218,055	235,273	262,960	258,978	254,238
总资产	310,514	339,268	373,089	413,539	454,077
应付帐款	13,400	18,264	35,134	40,366	41,506
短期债务	22,252	15,898	11,560	4,514	4,513
其他流动负债	20,032	24,738	24,738	24,738	24,738
流动负债总计	55,684	58,900	71,432	69,618	70,758
长期借款	53,931	48,730	36,477	32,168	27,860
其他长期负债	4,142	3,669	3,669	3,669	3,669
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	149,436	177,027	204,061	241,831	276,530
股东权益	169,326	196,917	223,951	261,721	296,420
少数股东权益	27,431	31,052	37,560	46,364	55,371
总负债及权益	310,514	339,268	373,089	413,539	454,077
每股帐面价值(人民币)	8.51	9.90	11.26	13.16	14.90
每股有形资产(人民币)	7.22	8.49	9.87	11.80	13.57
每股净负债/(现金)(人民币)	0.14	(0.54)	(0.90)	(3.63)	(6.05)

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	43,901	53,304	61,341	80,354	82,767
折旧与摊销	12,431	14,138	14,753	15,970	16,709
净利息费用	2,029	1,997	1,244	539	415
运营资本变动	7,614	27	2,025	531	(286)
税金	(8,455)	(9,472)	(11,184)	(12,682)	(16,538)
其他经营现金流	1,377	2,695	(166)	(275)	(339)
经营活动产生的现金流	58,897	62,689	68,013	84,437	82,729
购买固定资产净值	(31,537)	(27,534)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
投资减少/增加	(10)	(3,247)	0	0	0
其他投资现金流	1,530	1,368	0	0	0
投资活动产生的现金流	(30,017)	(29,413)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,115	(12,459)	(15,898)	(11,355)	(4,309)
支付股息	(9,149)	(10,541)	(14,917)	(16,906)	(21,680)
其他融资现金流	(7,921)	(8,374)	(1,783)	(968)	(781)
融资活动产生的现金流	(14,955)	(31,374)	(32,598)	(29,230)	(26,769)
现金变动	13,925	1,902	(9,485)	43,007	43,759
期初现金	59,491	73,467	75,366	65,881	108,888
公司自由现金流	29,997	34,450	24,230	73,487	71,569
权益自由现金流	28,025	18,213	5,519	60,000	65,526

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	48.2	45.9	41.9	45.9	45.6
息税前利润率	38.0	36.6	33.9	38.3	37.9
税前利润率	36.2	35.1	33.4	38.2	37.9
净利率	25.0	24.5	22.9	26.0	25.8
流动性(倍)					
流动比率	1.7	1.8	1.5	2.2	2.8
利息覆盖率	14.6	17.5	26.3	45.0	56.9
净权益负债率(%)	1.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.5	1.6	1.3	2.0	2.6
估值(倍)					
市盈率	19.5	15.9	14.1	10.8	10.5
核心业务市盈率	19.5	15.9	14.1	10.8	10.5
目标价对应核心业务市盈率	22.2	18.1	16.0	12.3	11.9
市净率	3.5	3.0	2.6	2.3	2.0
价格/现金流	10.0	9.4	8.7	7.0	7.1
企业价值/息税折旧前利润	10.5	8.7	7.9	5.8	5.2
周转率					
存货周转天数	46.2	42.2	43.5	46.4	47.9
应收帐款周转天数	22.7	19.4	28.6	37.6	39.4
应付帐款周转天数	34.7	38.0	53.1	65.5	68.5
回报率(%)					
股息支付率	34.8	40.1	40.3	39.7	39.5
净资产收益率	19.2	20.3	19.9	22.5	20.2
资产收益率	12.5	13.7	13.8	16.2	15.1
已运用资本收益率	18.2	20.1	21.0	25.0	23.0

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	121,312	152,063	183,483	210,281	218,250
销售成本	(65,492)	(86,838)	(108,682)	(119,372)	(122,771)
经营费用	2,710	4,555	2,668	5,947	4,388
经营利润(息税前利润)	47,108	56,451	62,716	80,886	83,158
折旧及摊销	(11,422)	(13,329)	(14,753)	(15,970)	(16,709)
息税折旧前利润	58,530	69,780	77,469	96,856	99,867
净利息收入/(费用)	(2,207)	(1,848)	(1,244)	(539)	(415)
其他收益/(损失)	911	150	615	615	615
税前利润	45,812	54,753	62,086	80,962	83,357
所得税	(9,626)	(11,184)	(12,682)	(16,538)	(17,027)
少数股东权益	(4,480)	(5,437)	(6,509)	(8,805)	(9,008)
净利润	31,706	38,132	42,895	55,620	57,322
核心净利润	31,706	38,132	42,895	55,620	57,322
每股收益(人民币)	1.594	1.917	2.157	2.796	2.882
核心每股收益(人民币)	1.594	1.917	2.157	2.796	2.882
每股股息(人民币)	0.530	0.750	0.850	1.090	1.120
收入增长(%)	13	25	21	15	4
息税前利润增长(%)	19	20	11	29	3
息税折旧前利润增长(%)	18	19	11	25	3
每股收益增长(%)	19	20	12	30	3
核心每股收益增长(%)	19	20	12	30	3

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	73,467	75,366	64,277	106,449	150,895
应收帐款	8,781	10,645	12,845	14,721	15,278
库存	7,727	11,167	13,976	15,351	15,788
其他流动资产	2,484	6,817	6,817	6,817	6,817
流动资产总计	92,459	103,995	97,915	143,338	188,778
固定资产	196,690	210,623	240,940	237,340	233,001
无形资产	2,928	3,228	2,696	1,631	353
其他长期资产	19,600	23,014	23,629	24,244	24,859
长期资产总计	219,218	236,865	267,264	263,214	258,212
总资产	311,677	340,860	365,179	406,552	446,991
应付帐款	13,890	18,264	22,858	25,107	25,822
短期债务	22,252	15,898	11,355	4,309	4,308
其他流动负债	19,542	24,738	26,977	30,143	29,730
流动负债总计	55,684	58,900	61,191	59,559	59,859
长期借款	53,931	48,730	36,477	32,168	27,860
其他长期负债	4,644	4,442	4,237	4,032	3,826
股本	19,890	19,890	19,890	19,890	19,890
储备	150,771	178,435	206,414	245,129	280,773
股东权益	170,661	198,325	226,304	265,019	300,663
少数股东权益	26,757	30,463	36,971	45,775	54,782
总负债及权益	311,677	340,860	365,179	406,552	446,991
每股帐面价值(人民币)	8.58	9.97	11.38	13.32	15.12
每股有形资产(人民币)	8.43	9.81	11.24	13.24	15.10
每股净负债/(现金)(人民币)	0.14	(0.54)	(0.83)	(3.52)	(5.97)

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	45,812	54,753	62,086	80,962	83,357
折旧与摊销	11,422	13,329	14,753	15,970	16,709
净利息费用	2,207	1,848	1,244	539	415
运营资本变动	5,364	(3,487)	(414)	(1,002)	(280)
税金	(8,455)	(9,472)	(11,184)	(12,682)	(16,538)
其他经营现金流	(35)	2,842	(163)	(272)	(336)
经营活动产生的现金流	56,315	59,813	66,323	83,514	83,328
购买固定资产净值	(30,229)	(25,674)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
投资减少/增加	(5)	18	0	0	0
其他投资现金流	(946)	(4,275)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(31,180)	(29,931)	(44,900)	(12,200)	(12,200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,115	(12,459)	(15,898)	(11,355)	(4,309)
支付股息	(9,149)	(10,541)	(14,917)	(16,906)	(21,680)
其他融资现金流	(4,176)	(4,981)	(1,696)	(881)	(694)
融资活动产生的现金流	(11,210)	(27,981)	(32,511)	(29,143)	(26,682)
现金变动	13,925	1,901	(11,089)	42,172	44,445
期初现金	59,491	73,467	75,366	64,277	106,449
公司自由现金流	26,252	31,056	22,540	72,565	72,167
权益自由现金流	24,280	14,819	3,828	59,078	66,125

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	48.2	45.9	42.2	46.1	45.8
息税前利润率	38.8	37.1	34.2	38.5	38.1
税前利润率	37.8	36.0	33.8	38.5	38.2
净利率	26.1	25.1	23.4	26.5	26.3
流动性(倍)					
流动比率	1.7	1.8	1.6	2.4	3.2
利息覆盖率	14.2	18.7	26.6	45.2	57.1
净权益负债率(%)	1.4	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.5	1.6	1.4	2.1	2.9
估值(倍)					
市盈率	19.0	15.8	14.1	10.8	10.5
核心业务市盈率	19.0	15.8	14.1	10.8	10.5
目标价对应核心业务市盈率	21.6	18.0	16.0	12.3	12.0
市净率	3.5	3.0	2.7	2.3	2.0
价格/现金流	10.7	10.1	9.1	7.2	7.2
企业价值/息税折旧前利润	10.7	8.9	8.0	5.9	5.3
周转率					
存货周转天数	43.4	39.7	42.2	44.8	46.3
应收帐款周转天数	25.6	23.3	23.4	23.9	25.1
应付帐款周转天数	35.4	38.6	40.9	41.6	42.6
回报率(%)					
股息支付率	33.2	39.1	39.4	39.0	38.9
净资产收益率	19.9	20.7	20.2	22.6	20.3
资产收益率	12.7	13.8	14.1	16.7	15.5
已运用资本收益率	18.6	20.3	21.1	25.0	22.9

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 9 月 3 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，豁免披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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。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。

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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

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