

2011年5月12日

# 瑞金矿业

## 1 季度业绩符合预期；新矿投产时间进一步推迟

P

买入

0246.HK - 港币 10.40

目标价格: 港币 13.75 (↓15.37)

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

### 我们的观点有何不同?

- 我们的 2011-13 年盈利预测比市场预期低 8-13%;
- 我们假设羊场边金矿的投产时间将进一步推迟 6 个月。

### 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 (%)         | (23) | (12) | (12) | (22)  |
| 相对恒生中国企业指数 (%) | (25) | (7)  | (20) | (35)  |

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

|                   |       |
|-------------------|-------|
| 发行股数(百万)          | 908.8 |
| 流通股 (%)           | 49.0  |
| 流通股市值(港币 百万)      | 9,451 |
| 3 个月日均交易额(港币 百万)  | 44.70 |
| 净负债比率 (%) (2011E) | 净现金   |
| 主要股东 (%)          |       |
| Lead Honest       | 53    |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*徐志杰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

瑞金矿业 1 季度净利润同比增长 40% 至 1.78 亿人民币, 符合我们的预期, 相当于我们原全年盈利预测和市场预期的 18% 和 17%。盈利的增长主要是由于实现金价同比上涨 22% 以及等量黄金销量同比增长 14%。尽管 1 季度业绩符合预期, 但由于羊场边(云南)和大坪(广西)金矿的投产时间可能进一步推迟, 因此我们将 2011 和 2012 年盈利预测分别下调了 11% 和 2%。基于 1.3 倍股价/每股净资产值, 我们将目标价下调 11% 至 13.75 港币。

### 要点

- **1 季度经营数据符合预期:** 1 季度石人沟-南台子矿运营 56.5 天, 骆驼场矿运营 59.4 天(我们的预测均为 57 天)。石人沟-南台子矿的平均黄金品味仍为 9.0 克/吨(回收率 84%), 骆驼场矿的平均黄金品味为 3.0 克/吨(回收率 87%)。1 季度经营数据完全符合我们的预期, 没有出现任何意外情况。1 季度石人沟-南台子和骆驼场金矿的产量分别为 2.77 万盎司和 1.41 万盎司等量黄金, 相当于我们的全年产量预测 13.9 万盎司和 7.3 万盎司的 20%;
- **新矿的勘探工作已基本完成:** 羊场边、大坪和岩旦(广西)金矿的勘探工作已基本完成, 勘探结果符合管理层之前的预期。公司将在勘探工作全部完成后公布详细的资源量/储量数据;
- **大坪金矿的投产时间可能推迟 4-6 个月:** 大坪金矿原计划今年 10 月投产, 但由于政府的安全监管更为严格, 因此公司需要在另一地点再建设一个新的尾矿库, 所以投产时间可能要推迟到 2012 年 1 季度。新尾矿库的选址工作目前正在进行中;
- **羊场边金矿的投产时间也可能推迟:** 由于当地政府计划将云南羊场边金矿附近一带作为“4A 级旅游景区”的土地用途, 并向中央政府提交申请, 因此羊场边金矿的投产申请结果可能前推或后推。当地政府在得知金矿的采矿申请后, 该矿的投产时间将延迟, 且没有预期信息, 我们目前假设投产时间推迟 6 个月。

### 图表 1. 投资摘要

| 年结日: 12 月 31 日   | 12-09 | 12-10 | 12-11E | 12-12E | 12-13E |
|------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万)     | 1,011 | 1,368 | 1,559  | 1,990  | 2,032  |
| 变动 (%)           | 0.0   | 35.3  | 13.9   | 27.7   | 2.1    |
| 净利润(人民币 百万)      | 527   | 798   | 860    | 1,019  | 974    |
| 每股收益(人民币)        | 0.8   | 1.0   | 0.9    | 1.1    | 1.1    |
| 市盈率(倍)           | 11.1  | 9.1   | 9.2    | 7.7    | 8.1    |
| 每股收益增长率 (%)      | 0.0   | 21.1  | (0.6)  | 18.5   | (4.4)  |
| 市场共识预测每股收益(人民币)  | 0.79  | 0.95  | 1.08   | 1.19   | 1.17   |
| 每股收益 vs 市场预测 (%) | 0.0   | 0.0   | (12.6) | (6.0)  | (8.0)  |
| 经常性每股现金流量(人民币)   | 0.94  | 1.04  | 1.03   | 1.24   | 1.20   |
| 价格/每股现金流量(倍)     | 9.3   | 8.3   | 8.5    | 7.0    | 7.3    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍)  | 5.5   | 4.2   | 3.7    | 2.5    | 1.9    |
| 每股股息(人民币)        | -     | -     | -      | -      | -      |
| 股息率 (%)          | 0.0   | 0.0   | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 净资产收益率 (%)       | 14.9  | 22.6  | 17.1   | 17.1   | 14.0   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 2. 金属价格预测**

|                  | 2011E | 2012E  | 2013E | 2014E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>黄金(美元/盎司)</b> |       |        |       |       |
| 中银国际             | 1,420 | 1,380  | 1,300 | 1,200 |
| 市场预期             | 1,444 | 1,331  | 1,231 | 1,159 |
| <b>铜(美元/吨)</b>   |       |        |       |       |
| 中银国际             | 9,000 | 8,700  | 8,500 | 8,400 |
| 市场预期             | 9,760 | 10,175 | 8,542 | 8,189 |

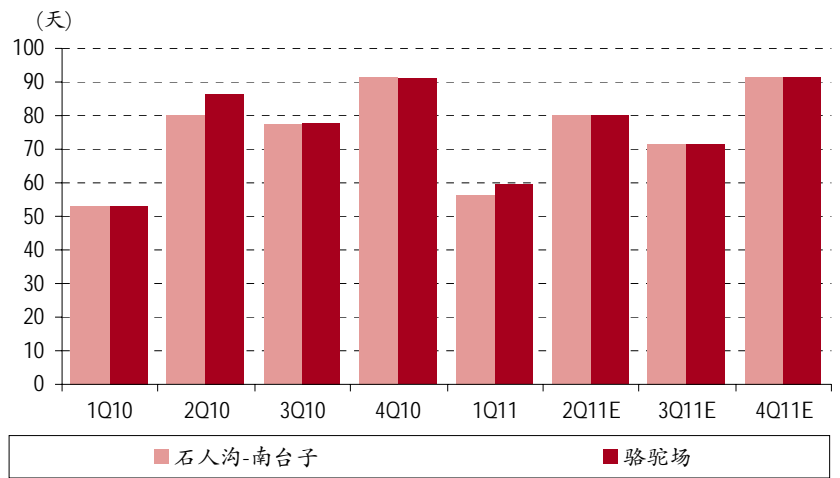
资料来源: 中银国际研究预测

**图表 3.1 季度经营数据**

|                   | 1月    | 2月    | 3月    | 2011年<br>1季度 | 2010年<br>1季度 | 同比<br>变动 |
|-------------------|-------|-------|-------|--------------|--------------|----------|
| <b>石人沟-南台子选矿厂</b> |       |       |       |              |              |          |
| 平均每日选矿能力(吨/天)     | 1,480 | 1,480 | 1,480 | 1,480        | 1,480        |          |
| 使用率(%)            | 100.7 | 100.7 | 100.0 | 100.3        | 99.7         |          |
| 生产天数(日)           | 22.6  | 7.6   | 26.3  | 56.5         | 53.0         | 7%       |
| 矿石处理量(千吨)         | 33.7  | 11.3  | 38.9  | 83.9         | 78.2         | 7%       |
| 平均黄金品位(克/吨)       | 9.0   | 8.9   | 9.1   | 9.0          | 9.1          |          |
| 平均回收率(%)          | 84.3  | 83.7  | 83.9  | 84.0         | 84.2         |          |
| 黄金产量(千盎司)         | 8.2   | 2.7   | 9.5   | 20.4         | 19.2         | 6%       |
| 等量黄金(千盎司)         | 11.0  | 3.7   | 13.0  | 27.7         | 25.5         | 9%       |
| <b>骆驼场选矿厂</b>     |       |       |       |              |              |          |
| 平均每日选矿能力(吨/天)     | 1,100 | 1,100 | 1,100 | 1,100        | 1100         |          |
| 使用率(%)            | 98.5  | 99.8  | 98.1  | 98.3         | 98.8         |          |
| 生产天数(日)           | 24.7  | 7.7   | 27.0  | 59.4         | 53.0         | 12%      |
| 矿石处理量(千吨)         | 26.7  | 8.4   | 29.1  | 64.2         | 57.6         | 11%      |
| 平均黄金品位(克/吨)       | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 3.0          | 3.0          |          |
| 平均回收率(%)          | 86.7  | 86.4  | 86.6  | 86.6         | 86.4         |          |
| 黄金产量(千盎司)         | 2.3   | 0.7   | 2.4   | 5.4          | 4.9          | 10%      |
| 等量黄金(千盎司)         | 6.0   | 1.9   | 6.2   | 14.1         | 12.9         | 9%       |
| <b>黄金总产量(千盎司)</b> |       |       |       |              |              |          |
| 黄金总产量(千盎司)        | 10.5  | 3.4   | 11.9  | 25.8         | 24.1         | 7%       |
| 等量黄金总产量(千盎司)      | 17.0  | 5.6   | 19.2  | 41.8         | 38.4         | 9%       |
| 等量黄金总销量(千盎司)      | 16.8  | 1.1   | 24.9  | 42.8         | 37.6         | 14%      |

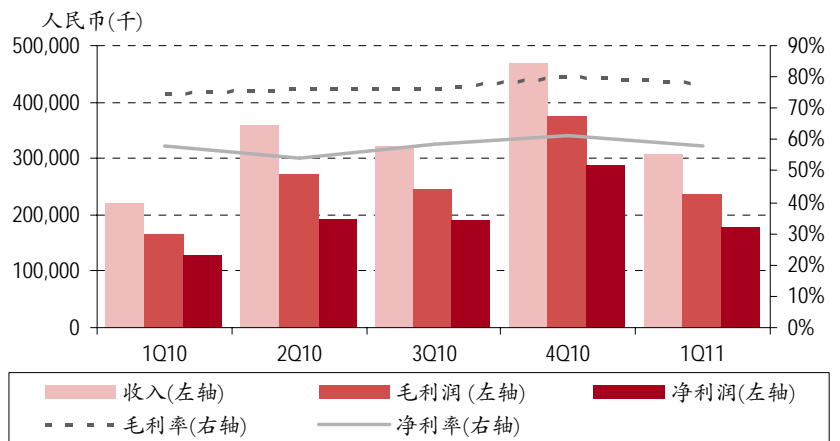
资料来源: 公司数据

图表 4. 预计工作天数 - 石人沟-南台子/骆驼场



资料来源：公司数据、中银国际研究预测

图表 5. 季度业绩对比



资料来源：公司数据

**图表 6. 现金流折现估值**

| 年结日：12月31日         | 2011E      | 2012E   | 2013E   | 2014E   | 2015E   |
|--------------------|------------|---------|---------|---------|---------|
| 息税前利润              | 1,182.5    | 1,401.8 | 1,337.7 | 1,203.1 | 754.9   |
| 所得税                | (319.5)    | (378.8) | (361.5) | (325.1) | (204.0) |
| 运营资本变动             | 15.9       | 23.2    | 14.7    | 12.4    | 12.3    |
| 折旧及摊销              | 57         | 82      | 100     | 115     | 118     |
| 经营现金流              | 936        | 1,128   | 1,090   | 1,005   | 681     |
| 资本支出               | (417)      | (292)   | (100)   | (100)   | (100)   |
| 借款净额               | 0.0        | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 归属股东的自由现金流         | 518.4      | 836.5   | 990.5   | 905.3   | 581.1   |
| 期限(年)              | 1.0        | 2.0     | 3.0     | 4.0     | 5.0     |
| 折现率                | 0.92       | 0.82    | 0.72    | 0.64    | 0.57    |
| 归属股东的现金流现值         | 479.3      | 684.3   | 717.0   | 579.9   | 329.4   |
| <b>权益成本 (Ke)</b>   |            |         |         |         |         |
| 无风险利率              | 2.6%       |         |         |         |         |
| 风险溢价               | 8.0%       |         |         |         |         |
| 贝塔值                | 1.30       |         |         |         |         |
| 权益成本               | 13.0%      |         |         |         |         |
| 归属股东的自由现金流         |            |         |         |         |         |
| 公司自由现金流的累计现值       | 4,760      |         |         |         |         |
| 残值的现值              |            |         |         |         |         |
| 净现金                | 3,532      |         |         |         |         |
| 少数股东权益             | (144)      |         |         |         |         |
| 股东价值               | 8,149      |         |         |         |         |
| 股份数量               | 908.8      |         |         |         |         |
| <b>每股净现值 (人民币)</b> | 8.97       |         |         |         |         |
| <b>每股净现值 (港币)</b>  | 股价/每股净现值倍数 | 10.58   |         |         |         |
| <b>每股净现值 (港币)</b>  | 1.3        | 13.75   |         |         |         |

资料来源：中银国际研究预测

**损益表 (人民币 百万)**

|                  | 12-09      | 12-10        | 12-11E       | 12-12E       | 12-13E       |
|------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售收入             | 1,011      | 1,368        | 1,559        | 1,990        | 2,032        |
| 销售成本             | (263)      | (311)        | (440)        | (657)        | (750)        |
| 经营费用             | (15)       | 43           | 64           | 69           | 55           |
| <b>经营息税折旧前利润</b> | <b>767</b> | <b>1,138</b> | <b>1,239</b> | <b>1,484</b> | <b>1,437</b> |
| 折旧及摊销            | (33)       | (38)         | (57)         | (82)         | (100)        |
| <b>经营息税前利润</b>   | <b>734</b> | <b>1,100</b> | <b>1,182</b> | <b>1,402</b> | <b>1,338</b> |
| 净利息收入            | 2          | 8            | 8            | 9            | 11           |
| 汇兑收益             | -          | -            | -            | -            | -            |
| 其他经常性收入          | -          | -            | -            | -            | -            |
| 应占联营公司利润         | -          | -            | -            | -            | -            |
| 非经常收入            | -          | -            | -            | -            | -            |
| <b>税前利润</b>      | <b>736</b> | <b>1,108</b> | <b>1,190</b> | <b>1,411</b> | <b>1,348</b> |
| 所得税              | (193)      | (299)        | (322)        | (381)        | (364)        |
| 少数股东权益           | (17)       | (10)         | (9)          | (10)         | (10)         |
| 优先股股息            | -          | -            | -            | -            | -            |
| <b>净利润</b>       | <b>527</b> | <b>798</b>   | <b>860</b>   | <b>1,019</b> | <b>974</b>   |
| <b>经常性净利润</b>    | <b>527</b> | <b>798</b>   | <b>860</b>   | <b>1,019</b> | <b>974</b>   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**每股价值 (人民币)**

|           | 12-09 | 12-10 | 12-11E | 12-12E | 12-13E |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 每股收益      | 0.79  | 0.95  | 0.95   | 1.12   | 1.07   |
| 每股股息      | -     | -     | -      | -      | -      |
| 每股帐面价值    | 3.2   | 5.1   | 6.0    | 7.1    | 8.2    |
| 每股有形资产    | 2.9   | 3.5   | 5.0    | 6.0    | 7.6    |
| 每股净负债(现金) | 2.5   | 3.3   | 3.9    | 4.9    | 6.0    |

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)**

|                 | 12-09        | 12-10        | 12-11E       | 12-12E       | 12-13E       |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>现金及现金等价物</b> | <b>1,958</b> | <b>2,965</b> | <b>3,532</b> | <b>4,426</b> | <b>5,424</b> |
| 应收帐款            | 33           | 45           | 51           | 66           | 67           |
| 库存              | 6            | 8            | 11           | 16           | 19           |
| 其他流动资产          | 427          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动资产总计</b>   | <b>2,424</b> | <b>3,018</b> | <b>3,595</b> | <b>4,507</b> | <b>5,509</b> |
| 固定资产净额          | 378          | 457          | 1,270        | 1,343        | 1,807        |
| 总投资             | -            | -            | -            | -            | -            |
| 无形资产            | 270          | 1,429        | 927          | 1,013        | 549          |
| 其他资产            | 6            | 6            | 6            | 6            | 5            |
| <b>长期资产总计</b>   | <b>654</b>   | <b>1,892</b> | <b>2,202</b> | <b>2,362</b> | <b>2,362</b> |
| <b>总资产</b>      | <b>3,078</b> | <b>4,910</b> | <b>5,797</b> | <b>6,869</b> | <b>7,872</b> |
| 应付帐款            | 46           | 62           | 87           | 129          | 148          |
| 短期债务            | -            | -            | -            | -            | -            |
| 其他流动负债          | 494          | 106          | 106          | 106          | 106          |
| <b>流动负债总计</b>   | <b>540</b>   | <b>168</b>   | <b>192</b>   | <b>235</b>   | <b>254</b>   |
| 长期负债总计          | -            | -            | -            | -            | -            |
| 其他负债            | 17           | 17           | 17           | 17           | 17           |
| <b>股东权益</b>     | <b>2,484</b> | <b>4,590</b> | <b>5,444</b> | <b>6,463</b> | <b>7,437</b> |
| 少数股东权益          | 37           | 135          | 144          | 154          | 164          |
| <b>总负债及权益</b>   | <b>3,078</b> | <b>4,910</b> | <b>5,797</b> | <b>6,869</b> | <b>7,872</b> |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**增长率**

|                | 12-09 | 12-10 | 12-11E | 12-12E | 12-13E |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 收入增长(%)        |       | 35.3  | 13.9   | 27.7   | 2.1    |
| 经营息税折旧前利润增长(%) |       | 48.4  | 8.9    | 19.7   | (3.1)  |
| 经营息税前利润增长(%)   |       | 49.9  | 7.5    | 18.5   | (4.6)  |
| 税前利润增长(%)      |       | 50.5  | 7.4    | 18.5   | (4.4)  |
| 净利润增长(%)       |       | 51.5  | 7.7    | 18.5   | (4.4)  |

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)**

|                   | 12-09        | 12-10          | 12-11E       | 12-12E       | 12-13E       |
|-------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>税前利润</b>       | <b>736</b>   | <b>1,108</b>   | <b>1,190</b> | <b>1,411</b> | <b>1,348</b> |
| 折旧                | 23           | 26             | 47           | 72           | 90           |
| 商誉及其他摊销           | 10           | 13             | 10           | 10           | 10           |
| 净利息费用             | (2)          | (8)            | (8)          | (9)          | (11)         |
| 运营资本变动            | 54           | 34             | 16           | 23           | 15           |
| 税金                | (193)        | (299)          | (322)        | (381)        | (364)        |
| 其他经营现金流           | -            | -              | -            | -            | -            |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>628</b>   | <b>873</b>     | <b>934</b>   | <b>1,126</b> | <b>1,088</b> |
| 资本性支出             | (174)        | (201)          | (417)        | (292)        | (100)        |
| 出售带来的现金流          | -            | -              | -            | -            | -            |
| 收购附属公司            | -            | -              | -            | -            | -            |
| 其他                | (0)          | (1,133)        | 82           | 93           | 51           |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(174)</b> | <b>(1,333)</b> | <b>(336)</b> | <b>(199)</b> | <b>(49)</b>  |
| 回购股份              | -            | -              | -            | -            | -            |
| 发行债务              | -            | -              | -            | -            | -            |
| 收取利息              | 2            | 8              | 8            | 9            | 11           |
| 支出利息              | 0            | 0              | 0            | 0            | 0            |
| 其他融资现金流           | (0)          | (0)            | (0)          | (0)          | (0)          |
| <b>融资活动产生的现金流</b> | <b>1,462</b> | <b>1,467</b>   | <b>(31)</b>  | <b>(34)</b>  | <b>(40)</b>  |
| <b>产生的现金流总额</b>   | <b>1,915</b> | <b>1,007</b>   | <b>567</b>   | <b>893</b>   | <b>998</b>   |
| 公司自由现金流           | 456          | (452)          | 606          | 936          | 1,049        |
| 权益自由现金流           | 456          | (452)          | 606          | 936          | 1,049        |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率 (%)**

|                 | 12-09      | 12-10       | 12-11E      | 12-12E      | 12-13E      |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>盈利能力 (%)</b> |            |             |             |             |             |
| 息税折旧前利润率        | 75.9       | 83.2        | 79.5        | 74.6        | 70.7        |
| 息税前利润率          | 72.6       | 80.4        | 75.9        | 70.4        | 65.8        |
| 税前利润率           | 72.8       | 81.0        | 76.4        | 70.9        | 66.3        |
| 净利率             | 52.1       | 58.3        | 55.2        | 51.2        | 47.9        |
| <b>流动性 (倍)</b>  |            |             |             |             |             |
| 流动比率            | 4.5        | 18.0        | 18.7        | 19.2        | 21.7        |
| 利息覆盖率           | (73,403.7) | (110,018.6) | (118,245.1) | (140,176.1) | (133,774.0) |
| 净权益负债率(%)       | 净现金        | 净现金         | 净现金         | 净现金         | 净现金         |
| 速动比率            | 4.5        | 18.0        | 18.6        | 19.1        | 21.7        |
| <b>估值 (倍)</b>   |            |             |             |             |             |
| 市盈率             | 11.1       | 9.1         | 9.2         | 7.7         | 8.1         |
| 核心业务市盈率         | 11.1       | 9.1         | 9.2         | 7.7         | 8.1         |
| 市净率             | 2.7        | 1.7         | 1.5         | 1.2         | 1.1         |
| 价格/现金流          | 9.3        | 8.3         | 8.5         | 7.0         | 7.3         |
| 企业价值/息税折旧前利润    | 5.5        | 4.2         | 3.7         | 2.5         | 1.9         |
| <b>周转率</b>      |            |             |             |             |             |
| 存货周转天数          | 8.6        | 9.0         | 9.0         | 9.0         | 9.0         |
| 应收账款周转天数        | 11.8       | 12.0        | 12.0        | 12.1        | 12.0        |
| 应付账款周转天数        | 64.1       | 72.5        | 72.0        | 72.2        | 72.0        |
| <b>回报率 (%)</b>  |            |             |             |             |             |
| 股息支付率           | 0.0        | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         |
| 净资产收益率          | 14.9       | 22.6        | 17.1        | 17.1        | 14.0        |
| 资产收益率           | 13.2       | 20.0        | 16.1        | 16.1        | 13.2        |
| 已运用资产收益率        | 20.3       | 30.6        | 23.1        | 23.1        | 19.0        |

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