

2011年8月31日

买入
A

000157.SZ - 人民币 10.61

目标价格: 人民币 13.67

买入
H

1157.HK - 港币 12.84

目标价格: 港币 16.15

史祺, CFA

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206080227

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

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)	(8)	2	39
相对新华富时A50指数(%)	6	(4)	9	47

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)	7,706
流通股(%)	81.4
流通股市值(人民币 百万)	66,553
3个月日均交易额(人民币 百万)	598
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
湖南省人民政府国有资产监督管理委员会	16.2

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

中联重科

中报符合预期

中联重科公告2011年上半年净利润同比上升110%至46.3亿人民币,收入同比增长50%至241亿人民币,在经济复苏、四万亿投资的收尾效应以及出口市场逐渐回暖的背景下,作为行业龙头,公司通过产品结构的优化和新产品的开发,保证了公司收入和业绩高速增长。尽管期间原材料价格以及人力成本大幅上升,但是公司通过产品结构的改善,使得整体毛利率同比上升3.5个百分点;公司经营利润率水平提升5.3个百分点;净利润率上升了5.5个百分点。

支撑评级的要点

- 中国是全球增长最快的工程机械市场,也将成为未来全球工程机械市场的主要增长动力;
- 未来几年环卫机械和土方机械业务有望实现快速增长,并成为公司未来两大核心盈利增长动力;
- 2007-10年间,中联重科销售收入年均复合增长率达46%,明显高于18-19%的行业平均水平;我们预计,今后2年公司将保持强劲的增长势头。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资低于预期。

估值

- 基于15倍2011年市盈率,我们维持公司H股的目标价为16.15港币以及A股的目标价为13.67元人民币,重申公司A股和H股的**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)	20,762	32,193	49,636	66,735	85,120
变动(%)	53	55	54	34	28
净利润(人民币 百万)	2,497	4,666	7,022	9,469	11,997
全面摊薄每股收益(人民币)	0.597	0.805	0.911	1.229	1.557
变动(%)	99.4	34.8	13.2	34.8	26.7
全面摊薄市盈率(倍)	17.8	13.2	11.6	8.6	6.8
每股现金流量(人民币)	0.32	0.16	(1.04)	0.68	1.27
价格/每股现金流量(倍)	33.3	65.5	(10.2)	15.5	8.3
企业价值息税折旧前利润(倍)	8.3	7.8	8.7	6.4	4.8
每股股息(人民币)	0.091	0.121	0.137	0.184	0.234
股息率(%)	0.9	1.1	1.3	1.7	2.2

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

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 (%)	(5)	(16)	(9)	-
相对恒生中国企业指数 (%)	10	(3)	8	-

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)	7,706
流通股 (%)	18.6
流通股市值 (港币 百万)	18,404
3 个月日均交易额 (港币 百万)	350
净负债比率 (%)	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)	20,762	32,193	49,636	66,735	85,120
变动 (%)	53	55	54	34	28
净利润 (人民币 百万)	2,497	4,666	7,022	9,469	11,997
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.60	0.80	0.91	1.23	1.56
变动 (%)	64	35	13	35	27
全面摊薄市盈率 (倍)	18.2	13.5	11.9	8.8	7.0
每股现金流量 (人民币)	0.32	0.16	(1.04)	0.68	1.27
价格/每股现金流量 (倍)	34.1	67.0	(10.4)	15.9	8.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	27.2	11.1	8.9	6.6	4.9
每股股息 (人民币)	0.09	0.12	0.14	0.18	0.23
股息率 (%)	0.3	1.1	1.3	1.7	2.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

估值。2011 年在混凝土机械业务和环卫机械高速增长以及城市化建设的背景下，我们预计公司将实现利润大幅增长。基于 15 倍 2011 年市盈率，我们维持公司 H 股的目标价为 16.15 港币以及 A 股的目标价为 13.67 元人民币，重申公司 A 股和 H 股的**买入**评级。

2011 年上半年盈利同比上升 110%。中联重科公告 2011 年上半年净利润同比上升 110%至 46.3 亿人民币，收入同比增长 50%至 241 亿人民币，在经济复苏、四万亿投资的收尾效应以及出口市场逐渐回暖的背景下，作为行业龙头，公司通过产品结构的优化和新产品的开发，保证了公司收入和业绩高速增长。尽管期间原材料价格以及人力成本大幅上升，但是公司通过产品结构的改善，公司整体毛利率同比上升 3.5 个百分点；公司经营利润率水平提升 5.3 个百分点；净利润率上升了 5.5 个百分点。

2011 年上半年的销售情况符合预期。受二、三线城市禁止混凝土现场搅拌以及保障性住房建设的影的影响，2011 年上半年混凝土相关产品的销售情况非常好，混凝土机械的增速在 58%；起重机业务在 2011 年上半年保持稳定增长，同比增速 39%。此外，公司的环卫机械产品市场份额继续保持行业第一，围绕垃圾处置的产业链进一步延伸，除雪设备、填埋场成套装备、新能源环卫车等新产品逐渐成为新的增长点

新建东部工业区。中联重科拟与江苏省江阴市人民政府达成在江阴市临港经济开发区投资建设中联重科东部工业园的意向，中联重科东部工业园项目一期投资预计为人民币 26 亿元，投资期限为三年，项目用地 1,500 亩。建筑起重机生产基地投产后，产能 2 万台，年产值人民币 150 亿元。项目建成后，起重机械生产能力翻倍，未来将成为公司利润增长看点。挖掘机生产基地投产后，新增挖掘机产能 3 万台，产值人民币 200 亿元。项目建成后，将极大的增强公司在土方机械中的市场占有率。此次，中联重科在江阴市布局东部工业园，将有助于未来出口增长。江阴市地处长江沿岸，拥有 5 万吨级长江码头和年集装箱吞吐量超过百万的苏南国际码头，距离入海口约 150 公里，水路和陆路交通发达，运输成本低。未来将有效缓解产品的运输成本，为公司出口奠定基础。

展望未来，我们预计国内建基投资以及保障房建设将成为未来三年推动公司盈利增长的主要动力。我们相信，2011 和 2012 年，公司将保持强劲的增长势头。未来，随着更多新产品的推出，到 2012 年，混凝土机械和起重机械的收入贡献比例可能下降至 66%。土方机械是一个前景广阔的新兴业务领域，到 2012 年，土方机械有望占公司总销售额的 11.4% 左右，较 2009 年的 2.1% 显著提高。我们预计，2010-13 年间公司销售收入年均复合增长率将达到 36%。

全球布局，扩张网络。公司在全球范围内以“中联”及“CIFA”两个品牌进行销售，这两个品牌因为产品的高质量和出色的性能而获得了很高的客户认知度和忠诚度。公司的产品通过广泛的海外销售网络销往 70 多个不同国家，包括 88 家第三方经销商、14 个服务中心及 15 间零部件仓库。而且，近期公司将继续加强其在亚洲、北美、中东、南美和非洲的经销和服务网络建设。2011 年中联海外销售占整个收入的占比是 5.7%，远低于金融危机前 16-18% 的水平。未来中长期看，海外市场将是潜在的增长点。

综合型的工程机械厂商。在过去的 7-8 年时间里，通过一系列的收购兼并，中联重科已经形成包括混凝土机械、起重机、环卫机械、土方机械、道路机械等完整的工程机械产品链，此举有利于进一步强化公司竞争力，增强公司盈利能力和抗风险能力，提升公司核心价值。我们相信公司将保持其在国内工程机械行业的领先地位，未来几年挖掘机和环卫机械业务有望实现快速增长，并成为公司未来两大核心盈利增长动力。

盈利预测。我们预计 2011 年的公司销售收入同比增长 54%，销售额达到 496 亿元，预计 2011 年净利润同比增长 50%，净利润达到 70.2 亿元，每股收益 0.91 元。

图表 2. 2011 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	16,089	24,148	50
营业成本	(11,517)	(16,452)	43
毛利润	4,572	7,696	68
销售费用	(985)	(1,230)	25
管理费用	(589)	(702)	19
营业利润	2,998	5,764	92
财务成本	(191)	(149)	(22)
投资及其它收益	(249)	(171)	(31)
税前利润	2,559	5,445	113
税金	(395)	(794)	101
少数股东权益	39	(23)	(158)
净利润	2,203	4,628	110
盈利能力(%)			
毛利率	28.4	31.9	
经营利润率	18.6	23.9	
净利率	13.7	19.2	

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	20,654	32,193	49,636	66,735	85,120
销售成本	(15,422)	(22,601)	(35,338)	(47,849)	(61,481)
经营费用	(1,962)	(3,064)	(5,065)	(6,773)	(8,741)
息税折旧前利润	3,270	6,527	9,233	12,113	14,898
折旧及摊销	(201)	(420)	(597)	(687)	(775)
经营利润(息税前利润)	3,069	6,107	8,635	11,425	14,123
净利息收入(费用)	(352)	(432)	(149)	(90)	28
其他收益/(损失)	110	(259)	(127)	(33)	(4)
税前利润	2,827	5,416	8,360	11,302	14,147
所得税	(409)	(828)	(1,338)	(1,808)	(2,122)
少数股东权益	31	78	0	(25)	(28)
净利润	2,497	4,666	7,022	9,469	11,997
核心净利润	2,497	4,666	7,022	9,469	11,997
每股收益(人民币)	0.597	0.805	0.911	1.229	1.557
核心每股收益(人民币)	0.597	0.805	0.911	1.229	1.557
每股股息(人民币)	0.091	0.121	0.137	0.184	0.234
收入增长(%)	106	55	54	34	28
息税前利润增长(%)	156	102	41	32	24
息税折旧前利润增长(%)	142	96	40	31	23
每股收益增长(%)	(14)	59	13	35	27
核心每股收益增长(%)	(14)	59	13	35	27

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	4,428	7,629	13,314	13,415	20,383
应收帐款	5,565	16,238	24,086	32,018	40,061
库存	6,272	9,056	13,981	19,402	23,087
其他流动资产	4,213	0	6,925	6,925	6,925
流动资产总计	20,476	32,922	58,306	71,760	90,456
固定资产	3,684	7,063	7,762	9,193	9,747
无形资产	2,213	1,386	2,285	2,200	2,118
其他长期资产	7,633	8,497	10,330	10,486	10,652
长期资产总计	13,529	16,946	20,378	21,878	22,517
总资产	34,006	49,868	78,683	93,638	112,974
应付帐款	8,212	14,535	24,109	32,434	41,157
短期债务	8,565	7,153	5,953	5,453	5,453
其他流动负债	2,657	1,039	3,490	4,046	4,633
流动负债总计	19,434	22,728	33,552	41,933	51,243
长期借款	5,620	8,621	5,621	4,121	3,921
其他长期负债	1,268	1,600	3,636	3,636	3,636
股本	1,673	4,928	7,706	7,706	7,706
储备	5,717	11,945	28,109	36,157	46,355
股东权益	7,390	16,873	35,815	43,864	54,062
少数股东权益	293	46	59	84	112
总负债及权益	34,006	49,868	78,683	93,638	112,974
每股帐面价值(人民币)	2.77	3.42	4.65	5.69	7.02
每股有形资产(人民币)	2.75	3.14	4.35	5.41	6.74
每股净负债/(现金)(人民币)	0.03	1.65	(0.23)	(0.50)	(1.43)

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	2,827	5,416	8,360	11,302	14,147
折旧与摊销	201	420	597	687	775
净利息费用	352	432	149	90	(28)
营运资本变动	(1,626)	(7,332)	(15,800)	(4,986)	(2,956)
税金支付	(409)	(828)	(1,338)	(1,808)	(2,122)
其它经营现金流	(13)	(15)	(8)	(8)	(8)
经营活动产生的现金流	1,333	(1,906)	(8,040)	5,277	9,808
购买固定资产净值	(1,019)	(1,015)	(2,285)	(2,125)	(1,335)
投资减少/增加	(38)	0	0	0	0
其他投资现金流	0	250	97	92	88
投资活动产生的现金流	(1,057)	(765)	(2,188)	(2,033)	(1,247)
净增权益	0	5,479	2,432	0	0
净增债务	3,786	1,966	1,439	(2,000)	(200)
支付股息	(152)	(152)	(700)	(1,053)	(1,420)
其他融资现金流	(2,848)	(432)	(149)	(90)	28
融资活动产生的现金流	785	6,861	3,022	(3,144)	(1,592)
现金变动	1,061	4,190	(7,206)	101	6,968
期初现金	3,367	3,439	20,520	13,314	13,415
公司自由现金流	310	(2,560)	(9,890)	3,511	8,899
权益自由现金流	3,717	(1,137)	(8,938)	1,154	8,389

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	15.8	20.3	18.6	18.2	17.5
息税前利润率	14.9	19.0	17.4	17.1	16.6
税前利润率	13.7	16.8	16.8	16.9	16.6
净利率	11.5	14.5	14.1	14.2	14.1
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.4	1.7	1.7	1.8
利息覆盖率	7.9	11.2	17.7	31.9	45.5
净权益负债率(%)	127.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	1.1	1.3	1.2	1.3
估值(倍)					
市盈率	17.8	13.2	11.9	8.8	7.0
核心业务市盈率	17.8	13.2	11.9	8.8	7.0
目标价对应核心业务市盈率	22.9	17.0	15.0	11.1	8.8
市净率	2.4	2.2	2.3	1.9	1.5
价格/现金流	33.3	65.5	(10.2)	15.5	8.3
企业价值/息税折旧前利润	8.3	7.8	8.7	6.4	4.8
周转率					
存货周转天数	135.4	123.8	117.0	127.3	126.1
应收帐款周转天数	84.5	150.5	118.9	153.4	154.5
应付帐款周转天数	114.0	141.8	134.5	154.6	157.8
回报率(%)					
股息支付率	20.8	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	38.0	38.4	22.2	23.8	24.5
资产收益率	9.2	12.4	10.2	11.1	11.6
已运用资本收益率	16.5	22.9	21.1	23.2	24.7

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	20,654	32,193	49,636	66,735	85,120
销售成本	(15,422)	(22,601)	(35,338)	(47,849)	(61,481)
经营费用	(1,962)	(3,064)	(5,065)	(6,773)	(8,741)
息税折旧前利润	3,270	6,527	9,233	12,113	14,898
折旧及摊销	(201)	(420)	(597)	(687)	(775)
经营利润(息税前利润)	3,069	6,107	8,635	11,425	14,123
净利息收入(费用)	(352)	(432)	(149)	(90)	28
其他收益/(损失)	110	(259)	(127)	(33)	(4)
税前利润	2,827	5,416	8,360	11,302	14,147
所得税	(409)	(828)	(1,338)	(1,808)	(2,122)
少数股东权益	(46)	78	0	(25)	(28)
净利润	2,497	4,666	7,022	9,469	11,997
核心净利润	2,497	4,666	7,022	9,469	11,997
每股收益(人民币)	0.597	0.805	0.911	1.229	1.557
核心每股收益(人民币)	0.597	0.805	0.911	1.229	1.557
每股股息(人民币)	0.091	0.121	0.137	0.184	0.234
收入增长(%)	106	55	54	34	28
息税前利润增长(%)	156	102	41	32	24
息税折旧前利润增长(%)	142	96	40	31	23
每股收益增长(%)	(14)	59	13	35	27
核心每股收益增长(%)	(14)	59	13	35	27

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	4,428	7,629	13,314	13,415	20,383
应收帐款	5,565	16,238	24,086	32,018	40,061
库存	6,272	9,056	13,981	19,402	23,087
其他流动资产	4,213	0	6,925	6,925	6,925
流动资产总计	20,476	32,922	58,306	71,760	90,456
固定资产	3,684	7,063	7,762	9,193	9,747
无形资产	2,213	1,386	2,285	2,200	2,118
其他长期资产	7,633	8,497	10,330	10,486	10,652
长期资产总计	13,529	16,946	20,378	21,878	22,517
总资产	34,006	49,868	78,683	93,638	112,974
应付帐款	8,212	14,535	24,109	32,434	41,157
短期债务	8,565	7,153	5,953	5,453	5,453
其他流动负债	2,657	1,039	3,490	4,046	4,633
流动负债总计	19,434	22,728	33,552	41,933	51,243
长期借款	5,620	8,621	5,621	4,121	3,921
其他长期负债	1,268	1,600	3,636	3,636	3,636
股本	1,673	4,928	7,706	7,706	7,706
储备	5,717	11,945	28,109	36,157	46,355
股东权益	7,390	16,873	35,815	43,864	54,062
少数股东权益	293	46	59	84	112
总负债及权益	34,006	49,868	78,683	93,638	112,974
每股帐面价值(人民币)	2.77	3.42	4.65	5.69	7.02
每股有形资产(人民币)	2.75	3.14	4.35	5.41	6.74
每股净负债/(现金)(人民币)	0.03	1.65	(0.23)	(0.50)	(1.43)

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	2,875	5,416	8,360	11,302	14,147
折旧及摊销	309	420	597	687	775
净利息费用	295	432	149	90	(28)
运营资本变动	(5,230)	(7,332)	(15,800)	(4,986)	(2,956)
税金	(409)	(828)	(1,338)	(1,808)	(2,122)
其他经营现金流	319	(15)	(8)	(8)	(8)
经营活动产生的现金流	(1,841)	(1,906)	(8,040)	5,277	9,808
购买固定资产净值	(1,084)	(1,015)	(2,285)	(2,125)	(1,335)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(565)	250	97	92	88
投资活动产生的现金流	(1,649)	(765)	(2,188)	(2,033)	(1,247)
净增权益	0	5,479	2,432	0	0
净增债务	4,387	1,966	1,439	(2,000)	(200)
支付股息	(76)	(152)	(700)	(1,053)	(1,420)
其他融资现金流	(295)	(432)	(149)	(90)	28
融资活动产生的现金流	4,016	6,861	3,022	(3,144)	(1,592)
现金变动	526	4,190	(7,206)	101	6,968
期初现金	2,913	3,439	20,520	13,314	13,415
公司自由现金流	(3,426)	(2,560)	(9,890)	3,511	8,899
权益自由现金流	602	(1,137)	(8,938)	1,154	8,389

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	15.8	20.3	18.6	18.2	17.5
息税前利润率	14.9	19.0	17.4	17.1	16.6
税前利润率	13.7	16.8	16.8	16.9	16.6
净利率	11.5	14.5	14.1	14.2	14.1
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.4	1.7	1.7	1.8
利息覆盖率	7.9	11.2	17.7	31.9	45.5
净权益负债率(%)	127.0	48.1	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.7	1.1	1.3	1.2	1.3
估值(倍)					
市盈率	18.2	13.5	11.9	8.8	7.0
核心业务市盈率	18.2	13.5	11.9	8.8	7.0
目标价对应核心业务市盈率	34.9	20.9	15.0	11.1	8.8
市净率	9.3	4.7	2.3	1.9	1.5
价格/现金流	34.1	67.0	(10.4)	15.9	8.5
企业价值/息税折旧前利润	27.2	11.1	8.9	6.6	4.9
周转率					
存货周转天数	135.4	123.8	117.0	127.3	126.1
应收帐款周转天数	84.5	150.5	118.9	153.4	154.5
应付帐款周转天数	114.0	141.8	134.5	154.6	157.8
回报率(%)					
股息支付率	20.8	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	38.0	38.4	22.2	23.8	24.5
资产收益率	9.2	12.4	10.2	11.1	11.6
已运用资本收益率	16.5	22.9	21.1	23.2	24.7

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。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

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特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

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士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券分析师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) 3988 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) 3988 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

英国伦敦嘉嘉街 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