



股票代码	000157.SZ	1157.HK
评级	买入	买入
收盘价	人民币 9.65	港币 11.36
目标价	人民币 11.87	港币 14.55
原先目标价	人民币 11.06	港币 13.56
上/下浮比例	23%	28%
目标价格基础	市盈率估值	市盈率估值
板块评级	中立	中立

中联重科

估值低谷，价值凸显

2011年全年公司净利润同比增长73%，业绩大幅增长主要是受益于上半年特别是1季度工程机械产品的销售旺季，2011年公司收入同比增长44%。2011年3季度开始公司的净利润增速相比上半年有明显的回落，3季度的同比增速只有22%，4季度公司的盈利增速情况要好于3季度。由于公司产品结构不断优化以及产量扩大带来的规模效应显现，公司的毛利率在2011年有明显上升，全年毛利率提升了2个百分点。基于10倍2012年市盈率，我们将公司H股目标价和A股目标价分别由13.56港币和11.06元人民币上调至14.55港币和11.87元人民币，重申公司A股和H股的买入评级。

支撑评级的要点

- 2012年从目前的销售数据来看，工程机械产品的环比增速非常迅速，即使我们看同比数据，混凝土机械依然保持20-30%的增速，环卫机械保持快速增长，汽车起重机略有小幅下滑，整体来看2012年1季度公司的经营情况保持平稳，我们预计1季度公司的业绩能够与去年持平。
- 未来中长期看，公司将继续扩张海外市场特别是发展中国家的市场，我们认为海外市场将是潜在的增长点。
- 公司对于2012年的收入目标是625亿元人民币。我们认为2012年整个工程机械行业的不确定性非常大，但是作为行业龙头，我们相信公司有能力强利度过艰难的时期，预计全年中联重科能实现13.4%的净利润增长。

评级面临的主要风险

- 固定资产投资低于预期。

估值

- 2012年虽然整个工程机械行业存在不确定性，我们依然相信公司能够实现利润平稳增长。基于10倍2012年市盈率，我们将公司H股目标价和A股目标价分别由13.56港币和11.06元人民币上调至14.55港币和11.87元人民币，重申公司A股和H股的**买入**评级。

投资摘要—A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	32,193	46,323	56,354	66,601	78,122
变动(%)	55	44	22	18	17
净利润(人民币 百万)	4,666	8,066	9,147	10,674	12,617
全面摊薄每股收益(人民币)	0.805	1.047	1.187	1.385	1.637
变动(%)	34.8	30.0	13.4	16.7	18.2
全面摊薄市盈率(倍)	12.0	9.2	8.1	7.0	5.9
每股现金流量(人民币)	0.16	0.22	0.69	1.34	1.49
价格/每股现金流量(倍)	59.5	44.0	13.9	7.2	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.0	5.4	4.0	2.9
每股股息(人民币)	0.121	0.157	0.178	0.208	0.246
股息率(%)	1.3	1.6	1.8	2.2	2.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

股价表现—A股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28	4	34	(15)
相对新华富时A50指数	18	4	25	(1)

发行股数(百万)	7,706
流通股(%)	81.4
流通股市值(人民币 百万)	60,531
3个月日均交易额(人民币 百万)	556
净负债比率(%) (2012E)	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
以2012年3月15日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

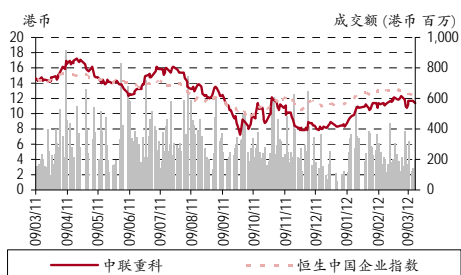
机械

史祺, CFA*

(8621) 2032 8368

qi.shi@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120008

股价表现—H股


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	34	1	41	(22)
相对恒生中国企业指数	24	5	25	(11)

发行股数(百万)	7706
流通股(%)	18.6
流通股市值(港币 百万)	16,282
3个月日均交易额(港币 百万)	291
净负债比率(%) (2012E)	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
 以2012年3月15日收市价为标准

投资摘要—H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	32,193	46,323	56,354	66,601	78,122
变动(%)	55	44	22	18	17
净利润(人民币 百万)	4,666	8,066	9,147	10,674	12,617
全面摊薄每股收益(人民币)	0.805	1.047	1.187	1.385	1.637
变动(%)	34.8	30.0	13.4	16.7	18.2
全面摊薄市盈率(倍)	11.5	8.9	7.8	6.7	5.7
每股现金流量(人民币)	0.16	0.22	0.69	1.34	1.49
价格/每股现金流量(倍)	57.2	42.3	13.4	6.9	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	5.8	5.1	3.8	2.7
每股股息(人民币)	0.121	0.157	0.178	0.208	0.246
股息率(%)	1.3	1.7	1.9	2.2	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2011年业绩符合预期。2011年全年公司净利润同比增长73%，业绩大幅增长主要是受益于上半年特别是1季度工程机械产品的销售旺季，2011年公司收入同比增长44%。2011年3季度开始公司的净利润增速相比上半年有明显的回落，3季度的同比增速只有22%，4季度公司的盈利情况要好于3季度。由于公司产品结构不断优化以及产量扩大带来的规模效应显现，公司的毛利率在2011年有明显的上升，全年中联的毛利率提升了2个百分点。公司在管理费用和销售费用的控制上做的非常好，因此公司的经营利润率水平上升2.2个百分点，公司的净利润率提高了2.9个百分点。

行业波动巨大。工程机械行业在2011年经历了过山车式的行情，1季度是行业的顶峰，2季度和3季度开始逐季下滑，但是中联重科的销售相对比较平稳。受三、四线城市禁止混凝土现场搅拌以及保障性住房建设的影响，2011年混凝土相关产品的销售情况非常好，混凝土机械的全年增速在50%以上；起重机业务在2011年同比增速41%，其中塔机的增速要高于汽车起重机以及履带式起重机的增速。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。2012年从目前的数据来看，工程机械产品的环比增速非常迅速，即使我们看同比数据，混凝土机械依然保持20-30%的增速，环卫机械保持快速增长，汽车起重机略有小幅下滑，整体来看2012年1季度公司的经营情况保持平稳，并未出现大幅的下滑。

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。由于2011年之前国内市场需求非常旺盛，导致海外市场的销售占比一直比较低，2011年在国内市场受到宏观紧缩政策需求放缓的背景下整个海外市场实现增幅达46%，目前占整个收入的占比是5%，远低于金融危机前的水平。未来中长期看，公司将继续扩张海外市场特别是发展中国家的市场，我们认为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，未来几年环卫机械业务有望实现快速增长，并成为公司未来核心盈利增长动力。

垃圾处理设备是未来长期的增长点。垃圾处理是未来大中城市的重大难题，我们认为垃圾处理设备未来几年的需求不受整个宏观经济影响，2011 年下半年中联重科环境产业公司成功中标长沙餐厨垃圾处理厂建设项目，为该项目提供餐厨垃圾收运和处理成套装备。预计项目总投资超过一亿元，将于 2012 年建成，建成后，餐厨垃圾日处理能力为 375 吨，其服务范围为长沙市城市总体规划确定的都市区。中联重科环境产业公司餐厨垃圾装备处理事业部凭借自身雄厚的研发和装备制造优势，为长沙项目从前期立项可行性研究、工艺和装备设计以及建设施工和后期运行，提供了切实可行的系统解决方案，为未来公司开拓新的业务增长点奠定基础。

估值。2012 年虽然整个工程机械行业存在不确定性，我们依然相信公司能够实现利润平稳增长。基于 10 倍 2012 年市盈率，我们将公司 H 股目标价和 A 股目标价分别由 13.56 港币和 11.06 人民币上调至 14.55 港币和 11.87 元人民币，重申公司 A 股和 H 股的**买入**评级。

图表 1. 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动%
营业收入	32,192.7	46,322.6	44
营业成本	(22,601.2)	(31,579.7)	40
毛利润	9,592	14,743	54
销售费用	(2,146)	(3,160)	47
管理费用	(1,339)	(1,756)	31
营业利润	6,107	9,827	61
财务成本	(432)	(111)	(74)
投资及其它收益	(259)	(114)	(56)
税前利润	5,416	9,602	77
税金	(828)	(1,429)	73
少数股东权益	77.6	(107.7)	(239)
净利润	4,666	8,066	73
盈利能力(%)			
毛利率	29.8	31.8	
经营利润率	19.0	21.2	
净利率	14.5	17.4	

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	32,193	46,323	56,354	66,601	78,122
销售成本	(22,601)	(31,580)	(39,921)	(47,404)	(55,618)
经营费用	(3,014)	(4,318)	(5,152)	(6,126)	(7,270)
息税折旧前利润	6,577	10,425	11,281	13,072	15,234
折旧及摊销	(470)	(597)	(687)	(775)	(824)
经营利润(息税前利润)	6,107	9,827	10,593	12,297	14,409
净利息收入/(费用)	(432)	(111)	106	233	412
其他收益/(损失)	(259)	(114)	76	43	37
税前利润	5,416	9,602	10,775	12,573	14,858
所得税	(828)	(1,429)	(1,604)	(1,871)	(2,211)
少数股东权益	78	(108)	(25)	(28)	(30)
净利润	4,666	8,066	9,147	10,674	12,617
每股收益(人民币)	0.805	1.047	1.187	1.385	1.637
每股股息(人民币)	0.121	0.157	0.178	0.208	0.246
收入增长(%)	55	44	22	18	17
息税前利润增长(%)	102	61	8	16	17
息税折旧前利润增长(%)	98	58	8	16	17
每股收益增长(%)	35	30	13	17	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,416	9,602	10,775	12,573	14,858
折旧与摊销	470	597	687	775	824
净利息费用	432	111	(106)	(233)	(412)
运营资本变动	(5,401)	(7,137)	(4,367)	(859)	(1,555)
税金	(828)	(1,429)	(1,604)	(1,871)	(2,211)
其他经营现金流	850	(55)	(51)	(42)	(36)
经营活动产生的现金流	939	1,690	5,335	10,343	11,468
购买固定资产净值	(1,015)	(2,285)	(2,125)	(1,335)	(1,015)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(919)	97	92	88	83
投资活动产生的现金流	(1,934)	(2,188)	(2,033)	(1,247)	(932)
净增权益	15,780	2,432	0	0	0
净增债务	1,890	1,439	(2,000)	(200)	(300)
支付股息	(152)	(700)	(1,210)	(1,372)	(1,601)
其他融资现金流	(390)	(111)	106	233	412
融资活动产生的现金流	17,128	3,060	(3,104)	(1,339)	(1,489)
现金变动	16,133	2,563	198	7,757	9,047
期初现金	4,387	20,520	23,083	23,281	31,038

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - A股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	20,520	23,083	23,281	31,038	40,085
应收帐款	8,244	20,131	25,416	29,430	33,807
库存	8,678	11,554	15,950	17,448	19,934
其他流动资产	6,925	6,925	6,925	6,925	6,925
流动资产总计	44,366	61,692	71,572	84,840	100,751
固定资产	6,082	7,762	9,193	9,747	9,931
无形资产	2,375	2,285	2,200	2,118	2,040
其他长期资产	10,172	10,348	10,486	10,616	10,752
长期资产总计	18,629	20,396	21,878	22,481	22,724
总资产	62,995	82,087	93,450	107,321	123,474
应付帐款	12,466	21,938	28,035	33,276	39,021
短期债务	4,231	5,953	5,453	5,453	5,353
其他流动负债	9,284	8,070	7,537	7,266	7,220
流动负债总计	25,981	35,961	41,024	45,995	51,593
长期借款	5,904	5,621	4,121	3,921	3,721
其他长期负债	3,636	3,636	3,636	3,636	3,636
股本	5,797	7,706	7,706	7,706	7,706
储备	21,618	28,996	36,771	45,844	56,568
股东权益	27,415	36,703	44,477	53,550	64,275
少数股东权益	59	167	192	219	250
总负债及权益	62,995	82,087	93,450	107,321	123,474
每股帐面价值(人民币)	4.73	4.76	5.77	6.95	8.34
每股有形资产(人民币)	4.32	4.47	5.49	6.67	8.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.79)	(1.49)	(1.78)	(2.81)	(4.02)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - A股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.4	22.5	20.0	19.6	19.5
息税前利润率(%)	19.0	21.2	18.8	18.5	18.4
税前利润率(%)	16.8	20.7	19.1	18.9	19.0
净利率(%)	14.5	17.4	16.2	16.0	16.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	9.0	18.0	29.6	39.7	48.2
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(倍)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	12.0	9.2	8.1	7.0	5.9
市净率(倍)	2.0	2.0	1.7	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	59.5	44.0	13.9	7.2	6.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.9	6.0	5.4	4.0	2.9
周转率					
存货周转天数	120.7	116.9	125.7	128.6	122.7
应收帐款周转天数	81.6	111.8	147.5	150.3	147.7
应付帐款周转天数	118.6	135.5	161.8	168.0	168.9
回报率					
股息支付率(%)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	26.8	25.2	22.5	21.8	21.4
资产收益率(%)	10.7	11.5	10.3	10.4	10.6
已运用资本收益率(%)	21.4	23.9	21.5	21.9	22.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	32,193	46,323	56,354	66,601	78,122
销售成本	(22,601)	(31,580)	(39,921)	(47,404)	(55,618)
经营费用	(3,014)	(4,318)	(5,152)	(6,126)	(7,270)
息税折旧前利润	6,577	10,425	11,281	13,072	15,234
折旧及摊销	(470)	(597)	(687)	(775)	(824)
经营利润(息税前利润)	6,107	9,827	10,593	12,297	14,409
净利息收入/(费用)	(432)	(111)	106	233	412
其他收益/(损失)	(259)	(114)	76	43	37
税前利润	5,416	9,602	10,775	12,573	14,858
所得税	(828)	(1,429)	(1,604)	(1,871)	(2,211)
少数股东权益	78	(108)	(25)	(28)	(30)
净利润	4,666	8,066	9,147	10,674	12,617
每股收益(人民币)	0.805	1.047	1.187	1.385	1.637
每股股息(人民币)	0.121	0.157	0.178	0.208	0.246
收入增长(%)	55	44	22	18	17
息税前利润增长(%)	102	61	8	16	17
息税折旧前利润增长(%)	98	58	8	16	17
每股收益增长(%)	35	30	13	17	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	5,416	9,602	10,775	12,573	14,858
折旧与摊销	470	597	687	775	824
净利息费用	432	111	(106)	(233)	(412)
运营资本变动	(5,401)	(7,137)	(4,367)	(859)	(1,555)
税金	(828)	(1,429)	(1,604)	(1,871)	(2,211)
其他经营现金流	850	(55)	(51)	(42)	(36)
经营活动产生的现金流	939	1,690	5,335	10,343	11,468
购买固定资产净值	(1,015)	(2,285)	(2,125)	(1,335)	(1,015)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(919)	97	92	88	83
投资活动产生的现金流	(1,934)	(2,188)	(2,033)	(1,247)	(932)
净增权益	15,780	2,432	0	0	0
净增债务	1,890	1,439	(2,000)	(200)	(300)
支付股息	(152)	(700)	(1,210)	(1,372)	(1,601)
其他融资现金流	(390)	(111)	106	233	412
融资活动产生的现金流	17,128	3,060	(3,104)	(1,339)	(1,489)
现金变动	16,133	2,563	198	7,757	9,047
期初现金	4,387	20,520	23,083	23,281	31,038

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 - H股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	20,520	23,083	23,281	31,038	40,085
应收帐款	8,244	20,131	25,416	29,430	33,807
库存	8,678	11,554	15,950	17,448	19,934
其他流动资产	6,925	6,925	6,925	6,925	6,925
流动资产总计	44,366	61,692	71,572	84,840	100,751
固定资产	6,082	7,762	9,193	9,747	9,931
无形资产	2,375	2,285	2,200	2,118	2,040
其他长期资产	10,172	10,348	10,486	10,616	10,752
长期资产总计	18,629	20,396	21,878	22,481	22,724
总资产	62,995	82,087	93,450	107,321	123,474
应付帐款	12,466	21,938	28,035	33,276	39,021
短期债务	4,231	5,953	5,453	5,453	5,353
其他流动负债	9,284	8,070	7,537	7,266	7,220
流动负债总计	25,981	35,961	41,024	45,995	51,593
长期借款	5,904	5,621	4,121	3,921	3,721
其他长期负债	3,636	3,636	3,636	3,636	3,636
股本	5,797	7,706	7,706	7,706	7,706
储备	21,618	28,996	36,771	45,844	56,568
股东权益	27,415	36,703	44,477	53,550	64,275
少数股东权益	59	167	192	219	250
总负债及权益	62,995	82,087	93,450	107,321	123,474
每股帐面价值(人民币)	4.73	4.76	5.77	6.95	8.34
每股有形资产(人民币)	4.32	4.47	5.49	6.67	8.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.79)	(1.49)	(1.78)	(2.81)	(4.02)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率 - H股

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.4	22.5	20.0	19.6	19.5
息税前利润率(%)	19.0	21.2	18.8	18.5	18.4
税前利润率(%)	16.8	20.7	19.1	18.9	19.0
净利率(%)	14.5	17.4	16.2	16.0	16.2
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	9.0	18.0	29.6	39.7	48.2
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(倍)	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6
估值					
市盈率(倍)	11.5	8.9	7.8	6.7	5.7
市净率(倍)	2.0	1.9	1.6	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	57.2	42.3	13.4	6.9	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.6	5.8	5.1	3.8	2.7
周转率					
存货周转天数	120.7	116.9	125.7	128.6	122.7
应收帐款周转天数	81.6	111.8	147.5	150.3	147.7
应付帐款周转天数	118.6	135.5	161.8	168.0	168.9
回报率					
股息支付率(%)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	26.8	25.2	22.5	21.8	21.4
资产收益率(%)	10.7	11.5	10.3	10.4	10.6
已运用资本收益率(%)	21.4	23.9	21.5	21.9	22.1

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。所有本报告期内使用的商标、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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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、会计或税务建议或任何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