



# 未有评级

300062.SZ

价格: 人民币 9.90

板块评级: 中立

## 本报告要点

- 受制于产能约束, 公司最近两年将资源主要配置在产品、产能和市场布局方面。
- 管理费用中的研发费用和职工薪酬增长幅度较大, 管理费用率增长明显。
- 人员增长向市场营销倾斜, 销售人员同比增长近30%, 主要在2011年3、4季度增加。

## 主要催化剂/事件

- 公司本部优势产品订单, 尤其是C-GIS增长超预期。
- 高铁建设逐步恢复以及铁路外市场开拓富有成效, 武昌电控业绩超预期。

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9	(10)	12.6	(35.4)
相对新华富时A50指数	(2)	(10)	10.0	(18.4)

发行股数(百万)	154
流通股(%)	28.6
流通股市值(人民币 百万)	436
3个月日均交易额(人民币 百万)	14
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
CHENG MANHONG*	26.65
陈添旭*	25.46
WU HAO*	14.01

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年4月19日收市价为标准

说明: CHENG MANHONG 系陈添旭胞妹, WU HAO 系 CHENG MANHONG 丈夫

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 电力设备及新能源

刘波

(8621) 2032 8929

bo.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512020001

# 中能电气

## 低调布局两年, 进入优势产品快速增长期

公司发布2011年年报, 实现营业收入3.23亿元, 同比增长33.27%, 实现归属上市公司股东净利润0.55亿元, 同比增长13.19%。受制于产能约束, 过去两年公司将资源投入在产品系列完善、企业并购、组织架构优化方面, 因此, 优势产品增长较慢。通过对公司发展历程等方面分析, 我们认为公司可能已进入“拐点期”, 未来2-3年优势产品有望大幅增长, 建议投资者重点关注。另外, 公司发布限制性股票激励计划草案, 激励条件为以2011年业绩为基础, 2012年增长30%以上, 2013年增长60%以上, 2014年增长110%以上。

## 投资要点

- 营业收入实现3.23亿, 同比增长33.27%, 但受制于产能约束优势产品增长乏力。2011年, 公司实现营业收入3.23亿, 主要系全年合并武昌电控所致, 而2010年仅第四季度合并武昌电控, 公司优势产品增长延续2010年的乏力趋势, 2011年该部分营收下滑2% (2010年增长7%), 我们判断主要系受制于产能约束。
- 净利润实现0.55亿, 同比仅增长13.19%, 武昌电控无碍大局。净利润增长延续2010年乏力趋势, 主要系: 1、虽然毛利率保持稳定, 但优势产品营收增长乏力; 2、布局期间公司本部研发和销售费用增长明显。值得注意的是, 武昌电控虽然受“高铁事故”影响, 但由于2011年全年合并, 归属上市公司股东的净利润约350万, 较2010年的290万增长20%, 武昌电控2011年全年贡献的归属上市公司股东的净利润约占公司合计的6.3%。
- 随着变更后募投项目投产, 公司优势产品将进入快速增长期。公司目前优势产品生产基地约40多亩, 变更后募投项目基地占地近267亩, 设计产能将大幅度提升。我们判断, 随着募投项目的陆续投产, 公司前期的布局效应将逐步体现, 优势产品将进入快速增长期。

## 主要风险

- 优势产品市场开拓进度低于预期。

## 估值

- 考虑期权费用后, 预计公司2012-2013年有望实现每股收益为0.49和0.69元, 对应当前股价的市盈率为20和14倍。

## 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	187	242	323	370	537
变动(%)	36.3	29.2	33.4	14.7	45.3
净利润(人民币 百万)	41	49	55	76	105
全面摊薄每股收益(人民币)	0.27	0.32	0.36	0.49	0.68
变动(%)	47.92	18.97	13.19	37.73	39.08
全面摊薄市盈率(倍)	34.47	30.78	27.19	20.09	14.19
每股现金流量(人民币)	0.60	(0.45)	0.80	0.86	1.00
价格/每股现金流量(倍)	15.17	(21.33)	12.12	11.25	9.63
企业价值/息税折旧前利润(倍)	0.34	4.43	19.89	0.17	(0.26)
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.11	0.05	0.07
股息率(%)	0.0	0.0	1.1	0.5	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 受制于产能约束，优势产品增长乏力

营业收入实现 3.23 亿，同比增长 33.27%，但受制于产能约束优势产品增长乏力。2011 年，公司实现营业收入 3.23 亿，主要系全年合并武昌电控所致，而 2010 年仅第四季度合并武昌电控，公司优势产品增长延续 2010 年的乏力趋势，2011 年该部分营收下滑 2%（2010 年增长约 7%），我们判断主要公司本部发展受制于产能约束。

**募投项目变更情况说明：**公司本部目前的生产基地占地面积仅约 40 多亩，IPO 募投项目原计划在该基地上进行技改，后完成融资后，变更了募投项目，新购 267 亩地作为募投项目实施地。

图表 1. 公司及武昌电控业绩分析及预测（武昌电控 2010 年为全年数据，仅从 4 季度开始并表，单位：百万元）

时间	合并						公司(除武昌电控)						武昌电控					
	营业收入		净利润		归属净利润		营业收入		净利润		归属净利润		营业收入		净利润			
	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	增长率	规模	归属净利润公司	净利润率(%)	
2007	102.8		26.9		25.4		102.8		26.9		26.2		25.4					
2008	137.4	34	30.1	12	27.6	9	137.4	34	30.1	12	21.9	27.6	9					
2009	274.8	100	43.2	44	40.9	48	187.2	36	43.2	44	23.1	40.9	48	87.6		8.6	0.0	10
2010	241.8	(12)	56.5	31	48.6	19	199.5	7	50.7	17	25.4	45.7	12	120.0	37	11.3	2.9	9
2011	322.5	33	60.9	8	55.1	13	195.1	(2)	54.1	7	27.7	51.6	13	127.4	6	6.8	3.5	5
2012E	369.8	15	80.8	33	75.8	38	299.8	54	77.3	43	25.8	74.0	44	70.0	(45)	3.5	1.8	5
2013E	537.1	45	111.5	38	105.5	39	447.1	49	107.3	39	24	103.4	40	90.0	29	4.2	2.1	5

资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：武昌电控于 2010 年四季度开始并表，并表营收规模为 4,230 万元，净利润为 574 万元

图表 2. 公司优势产品增长情况

(人民币，百万)		2008	2009	2010	2011
传统优势产品	营业收入	127.3	172.9	194.4	190.0
包括：C-GIS、电缆附件	同比增长(%)	36.0	35.8	12.5	(2.3)
和 SMC 箱体	营业成本	69.1	93.8	100.6	98.6
	毛利率(%)	45.7	45.7	48.3	48.1

资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 3. 公司主营产品增长情况**

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011
箱式变电站及开关成套	营业收入			44.0	127.4
	同比增长(%)				
	营业成本			24.9	80.3
	毛利率(%)			43.4	36.9
C-GIS 环网柜及其配件	营业收入	84.2	112.0	91.9	96.2
	同比增长(%)	66.7	33.0	(17.9)	4.6
	营业成本	46.4	60.9	46.9	49.2
	毛利率(%)	44.9	45.6	49.0	48.9
电缆附件及成套件	营业收入	33.4	46.0	84.9	70.6
	同比增长(%)	(17.9)	38.0	84.5	(16.9)
	营业成本	16.9	24.1	43.1	35.4
	毛利率(%)	49.4	47.6	49.3	49.9
SMC 箱体及其配件	营业收入	9.8	14.8	17.6	23.3
	同比增长(%)	294.7	52.2	18.7	32.3
	营业成本	5.9	8.8	10.6	14.1
	毛利率(%)	40.0	40.6	40.0	39.4
其它	营业收入	10.1	14.3	3.4	5.1
	同比增长(%)	8.8	42.4	(76.4)	51.0
	营业成本	5.9	9.1	1.0	1.6
	毛利率(%)	41.5	36.4	69.5	68.8
合计	营业收入	137.4	187.2	241.8	319.8
	同比增长(%)	33.6	36.3	29.2	32.2
	营业成本	75.0	103.0	126.5	176.0
综合毛利率	(%)	45.4	45.0	47.7	45.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究

**净利润实现 0.55 亿, 同比仅增长 13.19%。**净利润增长延续 2010 年乏力趋势, 主要系: 1、虽然优势产品毛利率保持稳定, 但营收增长乏力; 2、布局期间公司管理费用, 尤其是研发费用及职工薪酬增长明显。

**武昌电控对公司净利润影响很小。**值得注意的, 武昌电控虽然受“高铁事故”影响, 但由于 2011 年全年合并, 归属上市公司股东的净利润约 350 万, 较 2010 年的 290 万增长 20%, 武昌电控 2011 年全年贡献归属上市公司股东的净利润约占公司合计净利润的 6%左右, 无碍大局。

**销售费用增长 30.3%,**主要系合并武昌电控整年度的费用与上期金额只合并第四季度金额存在不配比导致。虽然销售人员数量同比增长了 23.2%, 但我们判断主要系 2011 年 3、4 季度陆续增加, 对销售费用增长影响较小。

**管理费用增长 63.85%,**主要系: 1、产品布局期间, 公司为完善产品序列化, 加大新产品和技术研发、形式实验和专利申请, 导致研发费用大幅增长, 2011 年研发费用约 2,013 万元, 同比增长 93.28%, 占管理费用增长部分的 56%; 2、管理人员薪酬增长较快, 2011 年职工薪酬约 1,190 万元, 同比增长 80.2%, 占管理费用增长部分的 30.4%。

**图表 4. 公司费用增长情况**

(人民币, 百万)	2007	2008	2009	2010	2011	同比变动(%/百分点)
销售费用	(7.13)	(9.81)	(12.70)	(20.54)	(26.77)	30.33
管理费用	(10.53)	(18.42)	(20.55)	(27.29)	(44.72)	63.85
销售费用率(%)	6.93	7.14	6.79	8.50	8.30	(0.19)
管理费用率(%)	10.24	13.41	10.98	11.29	13.87	2.58

资料来源: 公司数据及中银国际研究

人员增长倾向市场营销。我们判断受“高铁事故”影响，武昌电控可能在压缩人员，因此，公司人员增长部分基本系公司本部，其中销售人员增长了23.2%，增长幅度较大，应该主要系2011年3、4季度增加，为2012年优势产品的快速增长奠定市场营销基础。

图表 5. 公司员工增长情况及人均费用情况

年份	2011		2010		2009
	规模	增长 (%)	规模	增长 (%)	规模
<b>人员构成 (个)</b>					
生产人员	403	9.2	369	67.0	221
技术人员	113	10.8	102	25.9	81
销售人员	85	23.2	69	0.0	69
财务人员	17	0.0	17	41.7	12
行政人员	104	2.0	102	61.9	63
合计	722	9.6	659	47.8	446
<b>费用 (万元)</b>					
销售费用	2,677	30.3	2,054	61.7	1,270
职工薪酬	455	21.1	376	27.5	295
管理费用	4,472	78.9	2,499*	21.6	2,055
研发费用	2,013	93.3	1,042	33.3	782
职工薪酬	1,190	80.2	660	38.0	478
<b>人均费用 (万元/人)</b>					
销售人员人均薪酬	5.3		5.4		4.3
管理人员人均薪酬	9.8		5.5		6.4
技术人员人均研发费用	17.8		10.2		9.7

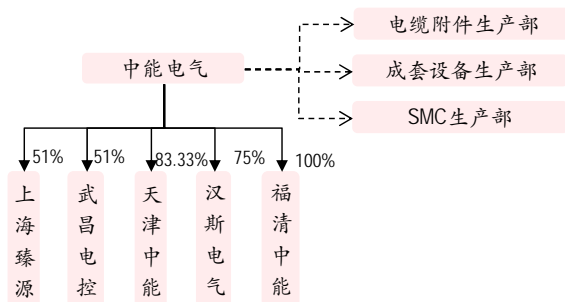
资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：2010年的管理费用2,499万元系扣除了股票发行费用230万元，实际管理费用约2,729万元。

### 低调布局两年，进入优势产品快速增长期

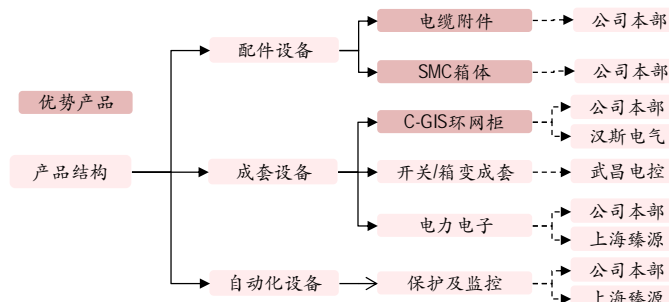
两年低调布局，完善产品、产能和销售架构的布局，综合竞争力持续增强。公司于2010年3月9日，成功登陆创业板，融资4.53亿，超募2.33亿，发展公司优势产品中压C-GIS、中压电缆附件和SMC材料箱体产品，聚焦智能电网、轨道交通和新能源三个建设领域。最近两年，受制于现有产能和场地约束以及募投项目实施地变更因素，公司优势产品发展明显受到限制，但公司在战略上将资源重点配置在产品、产能和销售架构布局，综合竞争力持续增强。

图表 6. 公司组织架构



资料来源：公司数据及中银国际研究

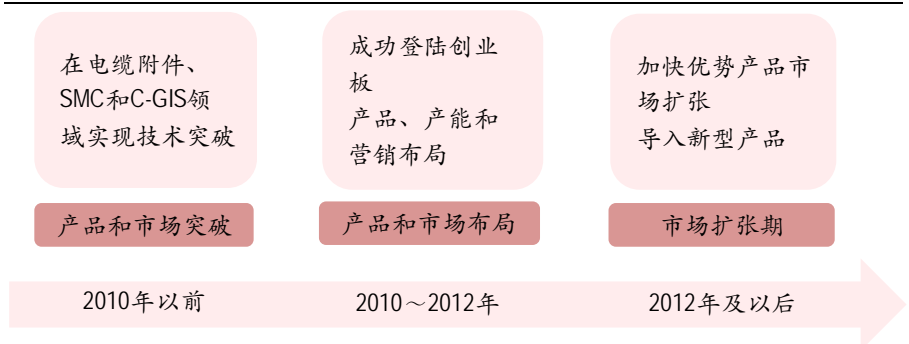
图表 7. 公司产品架构



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司将进入优势产品快速发展时期。经历了上市两年来的产品、产能和销售布局，公司发展基础进一步夯实增强，随着调整后募投项目的逐步投产，预计从今年开始，我们预计公司在战略上会将资源重点配置在优势产品市场扩张方面，公司有望迎来快速发展阶段。

图表 8. 公司发展阶段分析及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 9. 2010-2012 年的产品、产能和销售架构布局

时间	事件
2010-03-19	登陆创业板，净募集资金 4.53 亿，超募 2.33 亿。
2010-08-16	超募资金 4,300 万元收购武昌电控，丰富开关成套产品和轨道交通渠道资源
2010-12-08	首次发布股权期权激励草案，预授予 215 万股票期权，占当时总股本的 2.8%
2011-01-11	变更募投地点至福清，募投项目金额变更为 2.65 亿
2011-04-28	考虑到并购以及人才引进等变化原因，撤销股权期权激励方案
2012-01-17	100 万元受让西安交通大学电能质量治理的 APF 和 SVG 技术成果，丰富电力电子成套产品。
2012-02-16	超募资金 510 万增资控股上海臻源，丰富成套智能化产品（软件系统、软件装置、APF 和 SVG 等）和电网及电厂等渠道资源，计划建立上海营销中心
2012-02-19	福清基地一期项目（中压预制式电缆附件及其组合设备（电缆分支箱）、特种纤维增强聚脂绝缘材料 SMC 及制品）投产
2012-06-30	预计福清基地二期项目（C-GIS）投产

资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 10. 募投项目变更前后对比**

调整原因

(1) 调整前, 建设地点在公司现在本部福州仓山区金山工业园金洲北路 20 号, 占地约 40 多亩, 本部内及周边厂房拥挤, 在现有产能基础上继续扩张的能力有限。

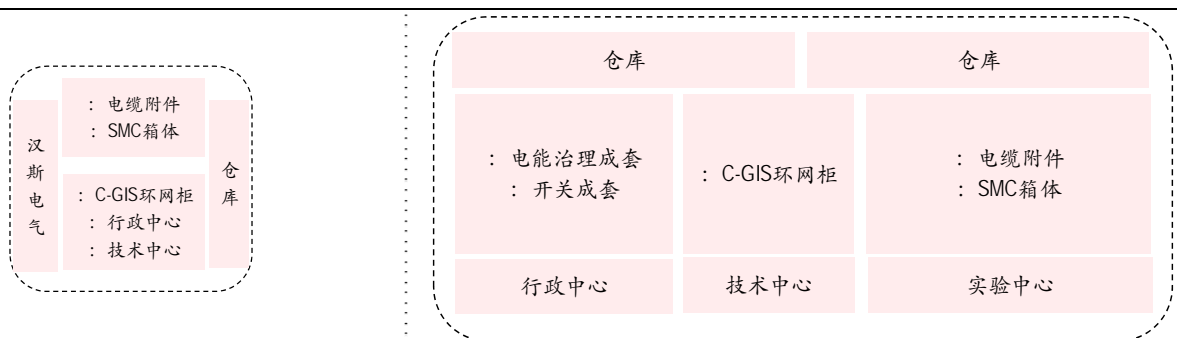
(2) 调整后, 公司购买了福清市融侨经济技术开发区, 占地约 270 亩, 我们预计新增产能较调整前有大幅提升的余地。

项目 (单位: 万元)	电缆分支箱项目		C-GIS 项目		SMC 项目		合计	
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
建设投资	5,390	6,687	9,810	12,562	2,810	3,248	18,010	22,497
其中:								
建筑工程	417	1,726	0	3,000	276	929	693	5,655
购置设备	4,159	3,217	8,465	6,421	2,094	1,379	14,718	11,017
征用土地	0	1,337	0	2,468	0	720	0	4,525
其他	814	407	1,345	673	440	220	2,599	1,300
铺底流动资金	1,110	1,110	2,190	2,190	690	690	3,990	3,990
<b>合计</b>	<b>6,500</b>	<b>12,000</b>	<b>12,000</b>	<b>3,500</b>	<b>22,000</b>	<b>26,487</b>		
达产年新增销售收入(所得税前)	16,855	21,747	16,855	21,747	7,721	46,323		
达产项目总投资收益率(所得税后)	44.95%	33.19%	44.95%	33.19%	36.40%	37.18%		
<b>达产年新增净利润</b>	<b>2,922</b>	<b>3,983</b>	<b>2,922</b>	<b>3,983</b>	<b>1,274</b>	<b>8,179</b>		
达产年净利润率	17.33%	18.31%	17.33%	18.31%	16.50%	17.66%		
<b>投产年增折旧费用</b>	<b>415</b>	<b>750</b>	<b>415</b>	<b>750</b>	<b>217</b>	<b>1,149</b>		

资料来源: 公司数据及中银国际研究

募投项目变更利好公司发展, 我们预计新基地设计产能大幅超过原募投项目, 解决了公司未来 2-3 年发展的产能和场地约束问题。公司上市时, 募投项目计划在公司目前总部 (及生产基地) 金山工业园金洲北路 20 号进行扩产和技改, 该厂区占地面积仅 40 亩左右, 厂区内及周边厂房拥挤, 在现有场地基础上继续扩张的能力极其有限, 成套设备生产能力极其有限。上市后, 公司整体实力再上一个台阶, 重新考虑未来发展问题, 因此, 重新购置了 270 亩地 (含电缆附件和 SMC 箱体的厂房), 调整了募投项目建设地址, 我们预计, 新的生产基地较原生产基地的产能大幅提升, 产值超过 10 亿元。目前, 金山基地 C-GIS 的产能估计月产能在 300 个单元左右, 而福清基地的月产能有望达到 3,000 个单元。

注: 成套设备需要组装, 在成品及产成品占地面积较大, 生产基地面积的大小将直接影响到成套设备的产能。

**图表 11. 中能电气生产基地分布及情况**


(1) 金山工业园基地, 占地 40 多亩, 系公司目前的本部所在地, IPO 原募投项目的实施地

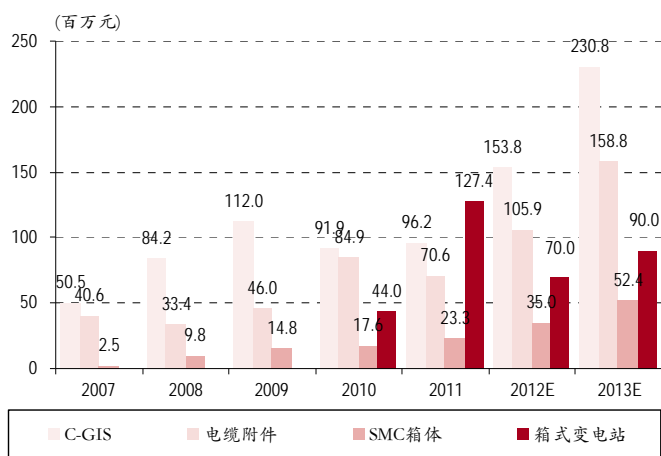
(2) 福清融侨开发区基地, 占地 267 亩, 系调整后 IPO 募投项目实施地

资料来源: 公司数据及中银国际研究

产能释放后，高毛利的优势产品增长加快，尤其是 C-GIS 产品。公司优势产品中压 C-GIS、中压电缆附件和 SMC 材料箱体，受制于产能瓶颈，增长较慢，尤其是占地面积较大的 C-GIS，我们预计最近两年几乎没有增长。随着福清基地内的项目陆续投产，预计公司优势产品将出现较快增长，其中 C-GIS 增速更快。

注：2010 年，仅按照武昌电控四季度合并数据来统计分析。

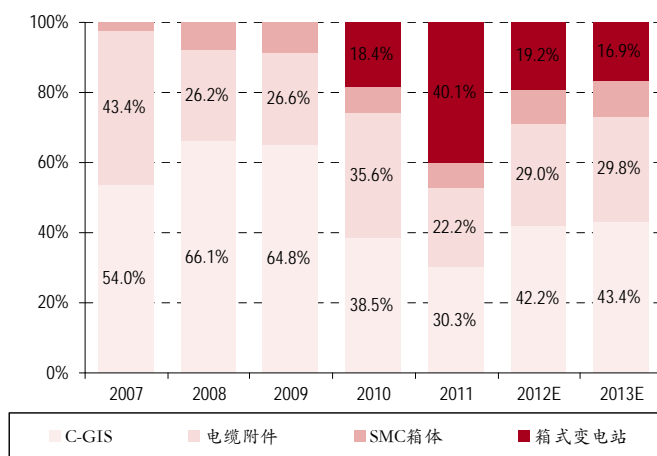
图表 12. 公司产品营收情况及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

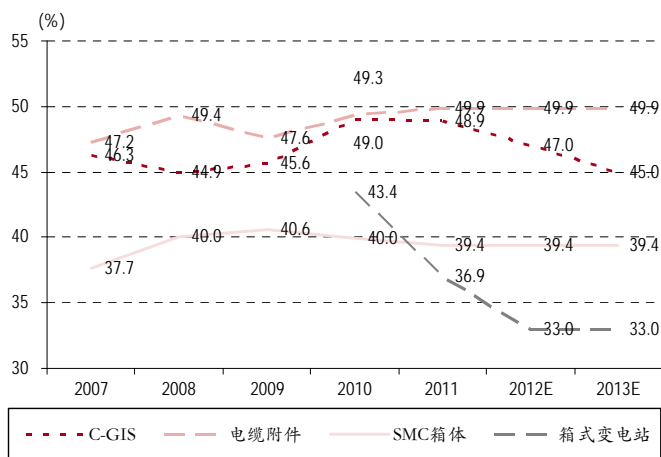
说明：2010 年，箱式变电站只是从第四季度才开始并表，该数据只是第四季度情况

图表 13. 公司产品营收贡献占比情况及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

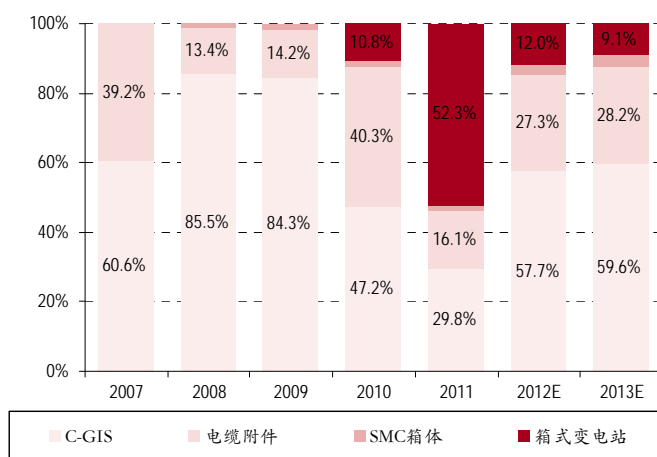
图表 14. 公司产品毛利率情况及预测



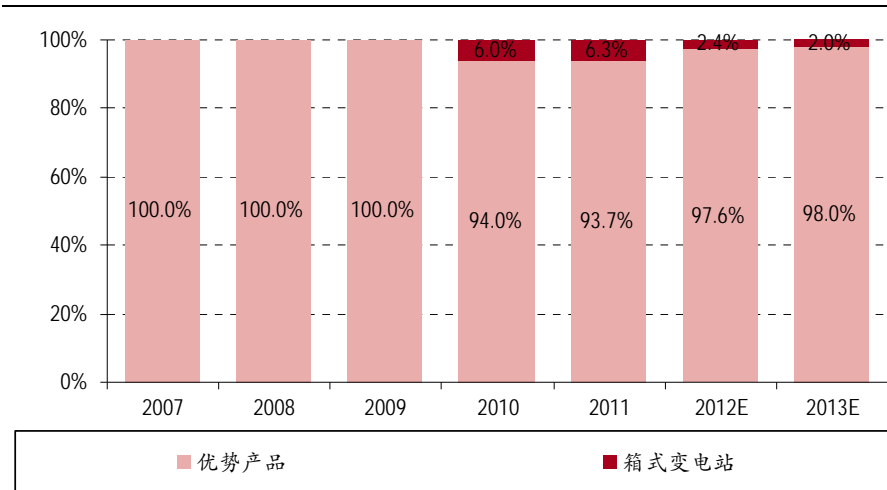
资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：2010 年，箱式变电站只是从第四季度才开始并表，该数据只是第四季度情况

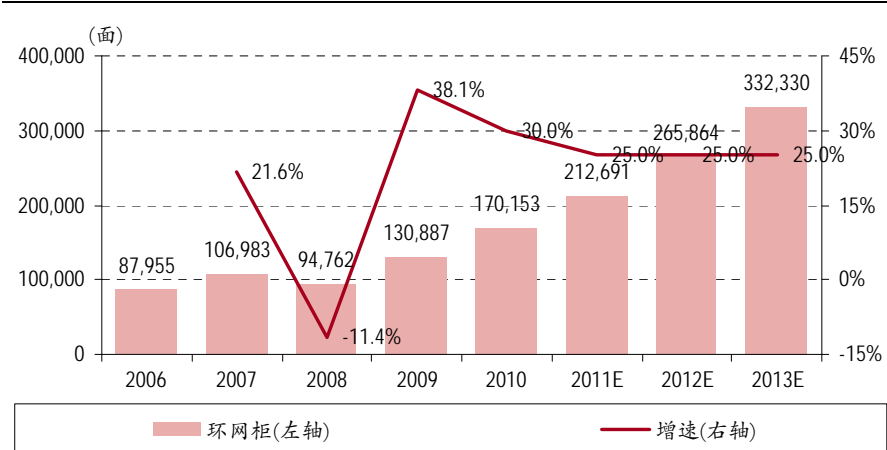
图表 15. 公司产品毛利润贡献占比率情况及预测



资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 16. 公司优势产品和箱变在归属母公司净利润贡献占比情况及预测**


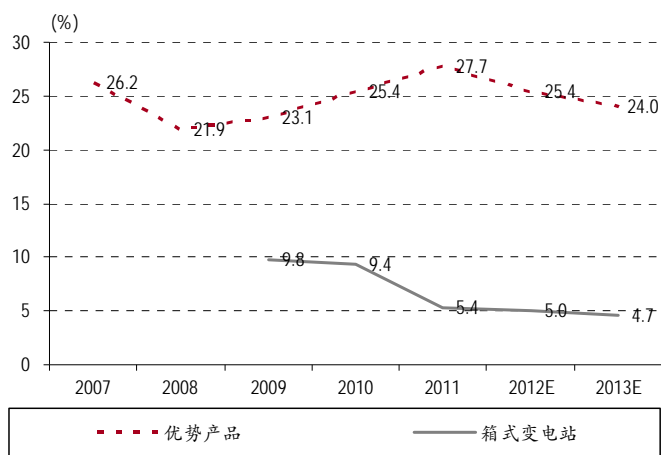
资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 17. 环网柜产品市场容量及增速预测**


资料来源：公司数据及中银国际研究

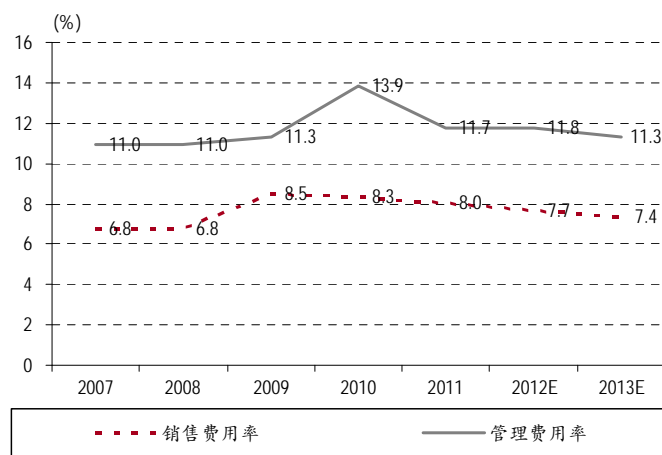
**优势产品增长较快及前期布局效应释放，费用率将稳中有降。**从盈利能力来看，公司本部（含汉斯电气）产品毛利率较高，同时净利润率也较高，武昌电控毛利率水平也相对较高，但净利润率水平较低，主要原因系：公司优势产品技术含量较高，销售费用率相对较低，而武昌电控销售费用率相对较高。随着公司传统产品增速加快，武昌电控对公司的影响将持续下降，我们预计公司的销售费用率有望稳中有降。另一方面，由于前期布局公司本部管理费用增长较快，随着布局效应释放，管理费用率也将稳中有降。



**图表 18. 优势产品与箱变净利润率情况及预测**


资料来源：公司数据及中银国际研究

说明：2010年，箱式变电站只是从第四季度才开始并表，该数据只是第四季度情况

**图表 19. 管理和销售费用率情况及预测**


资料来源：公司数据及中银国际研究

**图表 20. 公司分类产品假设**

(人民币, 百万)		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
箱式变电站	营业收入			44.0	127.4	70.0	90.0
	同比增长(%)					(45.0)	28.6
	营业成本			24.9	80.3	46.9	60.3
	毛利率(%)			43.4	36.9	33.0	33.0
C-GIS 环网柜及其配件	营业收入	84.2	112.0	91.9	96.2	153.8	230.8
	同比增长(%)	66.7	33.0	(17.9)	4.6	60.0	50.0
	营业成本	46.4	60.9	46.9	49.2	80.0	126.9
	毛利率(%)	44.9	45.6	49.0	48.9	48.0	45.0
电缆附件及成套件	营业收入	33.4	46.0	84.9	70.6	105.9	158.8
	同比增长(%)	(17.9)	38.0	84.5	(16.9)	50.0	50.0
	营业成本	16.9	24.1	43.1	35.4	53.0	79.6
	毛利率(%)	49.4	47.6	49.3	49.9	49.9	49.9
SMC 箱体及其配件	营业收入	9.8	14.8	17.6	23.3	35.0	52.4
	同比增长(%)	294.7	52.2	18.7	32.3	50.0	50.0
	营业成本	5.9	8.8	10.6	14.1	21.2	31.8
	毛利率(%)	40.0	40.6	40.0	39.4	39.4	39.4
电力电子	营业收入					20.0	50.0
	同比增长(%)						200.0
	营业成本					13.0	27.5
	毛利率(%)					35.0	45.0
其它	营业收入	10.1	14.3	3.4	5.1	5.1	5.1
	同比增长(%)	8.8	42.4	(76.4)	51.0	978.0	0.0
	营业成本	5.9	9.1	1.0	1.6	1.6	1.6
	毛利率(%)	41.5	36.4	69.5	68.8	68.8	68.8
合计	营业收入	137.4	187.2	241.8	322.5	369.8	537.1
	同比增长(%)	33.6	36.3	29.2	33.4	14.7	45.3
	营业成本	75.0	103.0	126.5	180.5	202.7	300.2
综合毛利率	(%)	45.4	45.0	47.7	44.0	45.2	44.1
销售费用率	(%)	7.1	8.5	8.3	8.0	7.7	7.4
管理费用率	(%)	13.4	11.3	13.9	11.7	11.8	11.3
财务费用率	(%)	(0.4)	(1.8)	(1.5)	(0.6)	0.0	1.1
净利润率	(%)	21.9	23.1	23.3	18.9	21.9	20.8

资料来源：公司数据及中银国际研究

## 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