



**买入**

**34%↑**

目标价格: 人民币 8.30

601117.SS

价格: 人民币 6.19

目标价格基础: 10倍13年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

■ 预计公司2012年业绩增速稳定

**我们的观点有何不同?**

■ 公司将继续受益于新型煤化工行业的高速发展

**主要催化剂/事件**

- 现代煤化工行业政策
- 大额合同的签订
- 新技术突破

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18	10	(2.7)	(27.4)
相对新华富时A50指数	19	14	6.3	(12.9)

发行股数(百万)	4,933
流通股(%)	30.99
流通股市值(人民币 百万)	9,465
3个月日均交易额(人民币 百万)	151.1
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国化学工程集团公司	66.71

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年8月16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

**煤化工:设计总承包**

**倪晓曼**

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

\*王喆为本报告重要贡献者

# 中国化学

## 继续受益于煤化工行业, 业绩仍将高速增长

2012年上半年公司2011年实现净利润13.5亿元, 较上年增加4.7亿元, 同比增长53%。展望2012年, 我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展, 公司新签订单仍将保持在高位, 结合目前在手约千亿的订单, 我们预计其净利润仍将维持25%以上的高速增长。考虑公司未来2-3年仍将处在高增速的时期, 我们维持买入评级, 目标价格维持8.30元。

**支撑评级的要点**

- 2012年上半年公司净利增长53%。中国化学2012年上半年实现营业收入229.8亿元, 较上年增加47.1亿元, 同比增长32%; 归属上市公司股东的净利润13.5亿元, 较上年增加4.7亿元, 同比增长53%。公司经营规模的增长、盈利大幅提升主要是由于公司在手订单的大幅增长, 以及公司通过“精细化”管理实现了成本控制、回款保障。占总营业收入接近90%的工程施工板块毛利增长了0.93个百分点。
- 公司新签订单减少5.7%。公司上半年新签合同额556.5亿元, 其中海外订单大幅增长, 占比超过50%。订单结构中, 传统化工、石化比重继续下降; 煤化工受政策影响比重下降明显; 建筑板块大幅增长。
- 公司综合毛利率稳定。2012年上半年公司综合毛利率达到14.1%, 略高于2011年的13.7%。我们认为2012年下半年, 工程施工(承包)板块和勘察设计板块的毛利率仍将保持稳定。
- 公司将继续受益于新型煤化工行业的高速发展。我们预计“十二五”期间, 相较于其他现代煤化工项目, 煤制烯烃和煤制天然气项目发展速度相对较快。可能获得核准的项目总数在15个左右。我们预计, 此次项目审批的金额可能达到5500-6500亿元。

**评级面临的主要风险**

- 重要人才的流失; 技术开发停滞; 煤化工行业政策风险

**估值**

- 考虑到公司在手订单情况以及煤化工设计、总承包的垄断性优势, 我们预测2011-2014年三年净利年均复合增长将达到29%, 维持其8.26元的目标价格, 相当于10倍2013年预期市盈率, 维持**买入**评级。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	32,583	43,538	54,356	70,661	91,413
变动(%)	16	34	25	30	29
净利润(人民币 百万)	1,659	2,376	3,246	4,110	5,037
全面摊薄每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.658	0.833	1.021
变动(%)	69.4	43.2	36.6	26.6	22.6
市场预期每股收益(人民币)			0.631	0.835	1.020
核心每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.658	0.833	1.021
变动(%)	69.4	43.2	36.6	26.6	22.6
全面摊薄市盈率(倍)	18.4	12.9	9.4	7.4	6.1
核心市盈率(倍)	18.4	12.9	9.4	7.4	6.1
每股现金流量(人民币)	0.59	0.84	0.74	1.41	1.64
价格/每股现金流量(倍)	10.5	7.4	8.4	4.4	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	4.4	3.9	3.0	1.8
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.096	0.132	0.167
股息率(%)	0.0	0.0	1.6	2.1	2.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 估值

展望 2012 年，我们预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展，公司的煤化工领域的订单仍将保持较快速度的增长，结合目前在手约千亿的订单，我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率在 25% 以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持 **买入** 评级，目标价格 8.26 元。

## 2012 年上半年公司净利增长 53%

中国化学 2012 年上半年实现营业收入 229.8 亿元，较上年增加 47.1 亿元，同比增长 31.7%；归属上市公司股东的净利润 13.5 亿元，较上年增加 4.7 亿元，同比增长 53%。

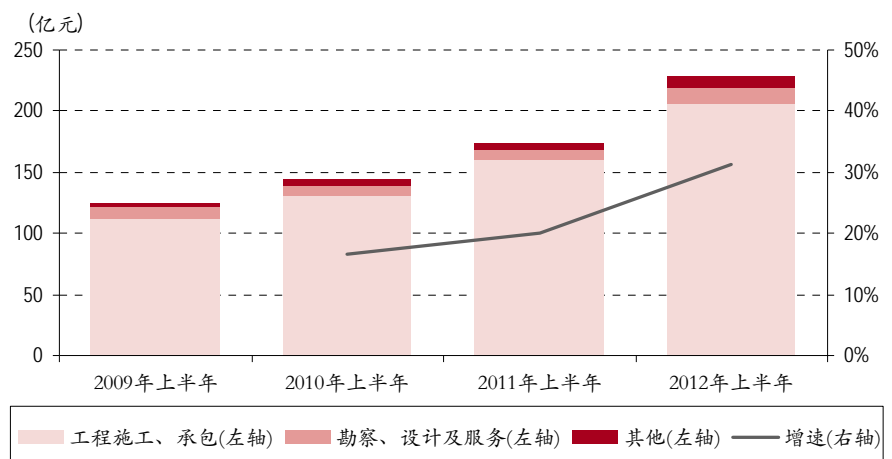
公司经营规模的增长、盈利大幅提升主要是由于公司在手订单的大幅增长，以及公司通过“精细化”管理实现了成本控制、回款保障。占总营业收入接近 90% 的工程施工板块毛利增长了 0.93 个百分点。

图表 1. 2012H1 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变动(%)
营业额	17,448.77	22,982.49	32
销售税金	(377.92)	(532.37)	41
净销售额	17,070.85	22,450.12	32
销售成本	(15,046.63)	(19,747.61)	31
毛利润	2,024.22	2,702.51	34
销售费用	(84.78)	(91.36)	8
管理费用	(816.88)	(1,054.85)	29
经营利润	1,122.56	1,556.30	39
投资收益	16.34	0.98	
财务费用	91.11	119.51	31
资产减值	(28.10)	5.14	(118)
其它	17.97	6.46	(64)
税前利润	1,219.88	1,688.39	38
所得税	(285.61)	(279.58)	(2)
少数股东权益	0.00	0.00	
净利润	934.27	1,408.81	51
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	13.8	14.1	
经营利润率	6.4	6.8	
净利率	5.4	6.1	

资料来源：公司数据及中银国际研究

图表 2. 公司营业收入大幅增长



资料来源：公司数据及中银国际研究

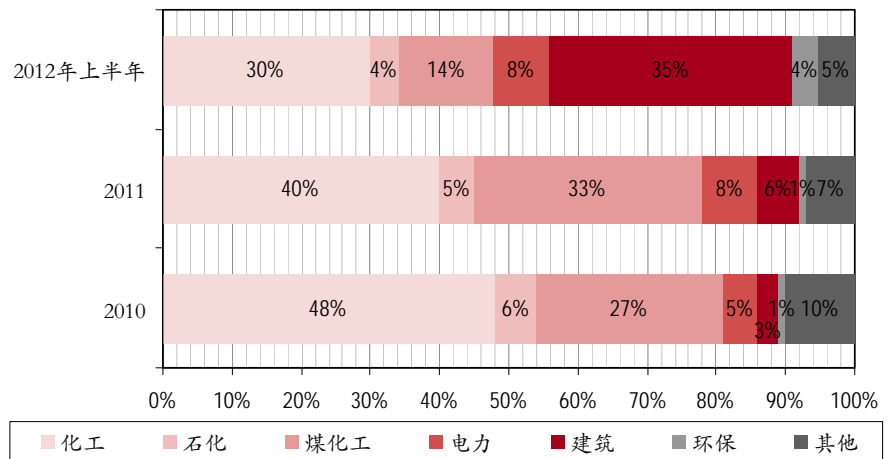
### 新签订单减少 5.7%

公司上半年新签合同额 556.5 亿元，较上年同期减少 5.7%。截至本报告期末，公司在建项目 2137 个，其中境外项目 71 个。未完成合同额 1114.9 亿元。公司所签合同有以下几个特点：

1. **合同额较大。**上半年境内新签合同中亿元以上项目 43 个，10 亿元以上的项目 4 个，亿元以上项目签约额占境内签约总额的比例为 85.6%；境外新签 1 亿美金以上项目有 5 个，合同额 42.7 亿美元，1 亿美金以上的项目签约额占境外签约总额的 93%。
2. **订单结构发生变化。**新签合同中，工程公司的签约下滑趋势明显，建设公司签约额虽整体上稳中有升，建筑行业签约额增幅明显。
3. **海外订单比例大幅提升。**其中境外合约总计 45.8 亿美元，折合人民币 288.7 亿元，占新签合同总额的 51.9%。

新签订单结构有如下特点：

1. **传统化工、石化比重继续下降。**传统化工、石化类新签订单占比已经从 2010 年的一半左右降低到目前三分之一左右。我们认为主要的原因是由于传统化工行业目前大部分产品产能过剩严重，目前的趋势是产能向资源地转移和技术提升改造，订单占比下降是必然；石化行业公司参与不多，占比一直不高。
2. **煤化工比重下降明显。**煤化工类新签订单占比从 2011 年的 33% 下降到今年上半年的 8%。我们认为主要是由于“十二五”煤化工产业规划尚未正式发布，一些获得路条的项目尚处在初步设计、可行性研究阶段，尚不能给公司带来大额的总包订单。但是我们认为随着部分获批可能性较高的项目的逐步推进，在未来的 2-3 内，将会接到大量的订单。
3. **其他版块大幅增长。**以建筑、电力为代表的其他版块新签订单的比重站到了一半。我们认为，这些虽然公司也有很强的技术实力和多项工程实践，但是这些行业竞争较为激烈，项目毛利率要低于化工、石化和煤化工版块。

**图表 3. 公司各子行业新签订单占比分析**


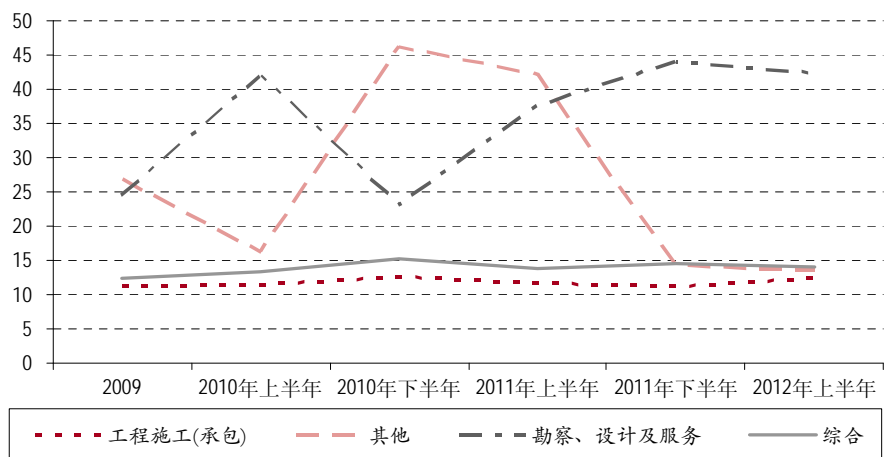
资料来源：公司数据及中银国际研究

### 公司综合毛利率稳定

2012年上半年公司综合毛利率达到14.1%，略高于2010年的13.7%。

其中，工程施工（承包）板块的毛利率较上年同期上涨0.9个百分点，这是由于公司强化成本控制、采用集中采购的模式，加之部分原材料价格下降所致，属于正常范围；勘察设计及服务板块毛利率较上年同期增加6.9个百分点，随着勘察设计合同额的提升，单项目的毛利也不断增加，此外也和公司管理水平、人力资源和成本控制等方面有所相关。

我们认为2012年下半年，工程施工（承包）板块的毛利率仍将保持稳定。随着公司勘察设计板块单个项目合同额的增加，该板块2012年预计将维持在40-50%的高毛利水平。

**图表 4. 公司毛利率稳定**


资料来源：公司数据及中银国际研究

## 公司将继续受益于新型煤化工行业的高速发展

我们预计“十二五”期间，相较于其他现代煤化工项目，煤制烯烃和煤制天然气项目发展速度相对较快。煤制烯烃将在示范技术完善和优化的基础上，预计到“十二五”末，产能从目前的160万吨/年提高到400-500万吨/年；煤制天然气将在煤炭资源丰富、管输条件成熟的，建设煤制天然气示范项目，缓解天然气供求矛盾，预计在新疆和蒙东地区将会有多套装置建成投产，预计到“十二五”末，产能达到150-250亿标方/年左右。煤制油将会新建百万吨级的间接液化示范性装置。煤制乙二醇随着技术的不断突破发展，预计将会形成50-120万吨/年左右的产能，估计2012-2015年实现固定资产总投资达到2,000-3,000亿。

公司在煤化工（煤气化、煤液化、煤制天然气、煤制甲醇等）领域占据了国内绝大多数工程设计和施工承包的市场份额。目前，公司承揽煤化工领域的相关工程在公司订单结构中占到三分之一，我们认为该板块在公司业务板块中的比重将逐步增加，我们预计今年该板块新签订单将超过500亿元，从而继续带动公司订单的增长。

我们认为新型煤化工项目将会逐步获得审批。获得审批集中煤制天然气、煤制烯烃（技术路线已打通，重点在技术示范升级）和煤制油项目（重点是间接液化，在目前已有16万吨的示范性项目顺利运行的基础上，进一步放大规模）。我们认为此次可能获得路条的项目均在中西部地区煤炭调出省区，其中新疆、内蒙、陕西等相对配套条件较好的地区可能开展较大规模的项目。获得核准的项目总数在15个左右。我们预计，此次项目审批的金额可能达到5500-6500亿元。

图表 5. “十二五”新型煤化工总投资预测

	预计规模 (万吨、亿立方米)	单位投资 (亿元/每单位)	预计总投资 (亿元)
煤制天然气	550-600	6	3,300-3,600
煤制油	700-800	1.7	1,190-1,360
煤制烯烃(不含烯烃下游加工)	360-480	3	1,080-1,540
			5,500-6,500

资料来源：公司数据及中银国际研究

但是其中部分项目尚处在项目中前期，反映在公司的订单还将有一段时间。我们认为能在“十二五”期间实际完成的投资可能会打一些折扣。

主要原因是：

1. 发改委给与路条，只是允许开展项目前期工作，虽然获得核准的可能性很大，但也存在核准阶段不通过的可能。
2. 目前尚无并没有明确的资金方面的支持的政策出台，对于一些资金较为紧张的业主而言项目的进度将会有一定的延误。
3. 新型煤化工项目建设周期长，配套条件（水、煤、管道）需求苛刻，可能会导致其中部分项目进度低于预期。

### 产业支撑计划稳步实施

公司在上市之初就提出“工程立业、技术领先、产业支撑”的发展理念。近些年来，在发展理念的指引下，公司在工程总承包领域的市场份额不断增加，以 FMTP、乙二醇、MTA 为代表的一批新技术、新工艺的不断研发、实践和推广。我们预计“产业支撑”项目也将在今年获得实质性的进展。

图表 7. 公司各子行业新签订单情况

(人民币, 亿元)	总投资	公司股权比例	预计建成日期
四川南充 100 万吨/年 PTA 项目	41.93	80%	2013 年底
中国化学启东新材料产业园区项目	62.06	100%	2014 年
20 万吨己内酰胺项目	41.93	60%	2013 年底

资料来源：公司数据

我们预计，凭借在在手超千亿的在手订单，公司 2012 年下半年将会继续保持较高的增速。尤其是工程施工（承包）板块，我们预计该板块 2012 年总收入增幅在 40% 左右，毛利率如果仍能维持在 11-12% 的水平，将会给公司业绩带来超过 30% 的增长。此外，勘探、设计及服务板块由于毛利率水平较高，预计在近几年也将维持 40-50% 的毛利率。

因此，我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 544、707 和 914 亿元，2012-2014 年的净利润分别为 32.5、41.1 和 50.4 亿元，2012-2014 年每股收益分别为 0.66 元、0.83 元和 1.02 元。按照 2012 年 8 月 16 日收盘价 6.70 元计算，对应的动态市盈率分别为 9 倍、7 倍和 6 倍。

预计随着“十二五”新型煤化工行业的继续发展，公司的煤化工领域的订单仍将保持较快速度的增长，结合目前在手约千亿的订单，我们预计公司 2011-2014 年净利润复合增长率在 25% 以上的高速增长。考虑公司未来 2-3 年仍将处在高增速的时期，我们维持**买入**评级，目标价格 8.30 元。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	32,583	43,538	54,356	70,661	91,413
销售成本	(27,875)	(37,316)	(46,136)	(60,057)	(77,978)
经营费用	(2,281)	(3,044)	(4,025)	(5,269)	(6,877)
息税折旧前利润	2,428	3,178	4,195	5,335	6,558
折旧及摊销	(359)	(449)	(596)	(737)	(893)
经营利润 (息税前利润)	2,069	2,729	3,600	4,598	5,665
净利息收入/(费用)	44	260	621	593	711
其他收益/(损失)	61	110	(177)	(71)	(101)
税前利润	2,174	3,098	4,043	5,120	6,275
所得税	(427)	(579)	(607)	(768)	(941)
少数股东权益	(88)	(143)	(191)	(242)	(297)
净利润	1,659	2,376	3,246	4,110	5,037
核心净利润	1,659	2,376	3,246	4,110	5,037
每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.658	0.833	1.021
核心每股收益(人民币)	0.336	0.482	0.658	0.833	1.021
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.096	0.132	0.167
收入增长(%)	16	34	25	30	29
息税前利润增长(%)	57	32	32	28	23
息税折旧前利润增长(%)	44	31	32	27	23
每股收益增长(%)	69	43	37	27	23
核心每股收益增长(%)	69	43	37	27	23

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)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	2,174	3,098	4,043	5,120	6,275
折旧与摊销	359	449	596	737	893
净利息费用	(44)	(260)	(621)	(593)	(711)
运营资本变动	76	(10)	29	28	12
税金	(427)	(579)	(607)	(768)	(941)
其他经营现金流	761	1,424	207	2,438	2,546
经营活动产生的现金流	2,899	4,122	3,648	6,962	8,074
购买固定资产净值	(1,159)	(1,255)	(6,092)	(6,055)	(3,266)
投资减少/增加	9	23	20	20	20
其他投资现金流	(2)	(108)	10	0	0
投资活动产生的现金流	(1,152)	(1,340)	(6,062)	(6,035)	(3,246)
净增权益	187	35	0	0	0
净增债务	(648)	(865)	(46)	(400)	(376)
支付股息	0	0	(475)	(649)	(822)
其他融资现金流	80	315	621	593	711
融资活动产生的现金流	(382)	(515)	100	(456)	(486)
现金变动	1,364	2,267	(2,314)	471	4,342
期初现金	13,758	14,708	17,627	15,313	15,784
公司自由现金流	1,924	3,117	(1,756)	1,549	5,546
权益自由现金流	1,143	2,176	(1,839)	1,120	5,164

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)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	14,708	17,627	15,313	15,784	20,126
应收帐款	3,629	5,385	6,684	8,396	11,151
库存	8,877	14,411	16,127	20,830	27,791
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	27,214	37,424	38,124	45,010	59,068
固定资产	3,877	4,829	10,245	15,582	17,869
无形资产	1,707	1,788	1,769	1,854	1,948
其他长期资产	1,464	1,616	1,676	1,544	1,523
长期资产总计	7,047	8,233	13,690	18,980	21,340
总资产	34,262	45,656	51,814	63,989	80,408
应付帐款	15,670	24,531	28,065	36,686	48,748
短期债务	176	85	150	125	100
其他流动负债	3,197	3,817	3,422	3,599	3,769
流动负债总计	19,042	28,434	31,638	40,410	52,617
长期借款	850	451	443	143	(157)
其他长期负债	949	1,040	1,040	1,040	1,040
股本	4,933	4,933	4,933	4,933	4,933
储备	8,088	10,294	13,064	16,525	20,740
股东权益	13,021	15,227	17,997	21,458	25,673
少数股东权益	400	505	696	938	1,235
总负债及权益	34,262	45,656	51,814	63,989	80,408
每股帐面价值(人民币)	2.64	3.09	3.65	4.35	5.20
每股有形资产(人民币)	2.29	2.72	3.29	3.97	4.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.77)	(3.46)	(2.98)	(3.15)	(4.09)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.5	7.3	7.7	7.6	7.2
息税前利润率(%)	6.3	6.3	6.6	6.5	6.2
税前利润率(%)	6.7	7.1	7.4	7.2	6.9
净利率(%)	5.1	5.5	6.0	5.8	5.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	15.5	36.1	94.9	160.0	841.7
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)	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	18.4	12.9	9.4	7.4	6.1
核心业务市盈率(倍)	18.4	12.9	9.4	7.4	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	24.6	17.2	12.6	9.9	8.1
市净率(倍)	2.3	2.0	1.7	1.4	1.2
价格/现金流(倍)	10.5	7.4	8.4	4.4	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.1	4.4	3.9	3.0	1.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	115.1	113.9	120.8	112.3	113.8
应收帐款周转天数	35.4	37.8	40.5	38.9	39.0
应付帐款周转天数	168.7	168.5	176.6	167.2	170.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	14.6	15.8	16.3
净资产收益率(%)	13.7	16.8	19.5	20.8	21.4
资产收益率(%)	5.0	5.6	6.3	6.7	6.7
已运用资本收益率(%)	16.4	20.0	24.0	24.9	25.8

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