



股票代码	601186.CH	1186.HK
评级	<b>买入</b>	<b>持有</b>
原评级	谨慎买入	持有
收盘价	人民币 4.64	港币 7.38
目标价	人民币 5.60	港币 7.76
上/下浮比例	21%	5%
目标价格基础	7.1倍13年市盈率	7.8倍13年市盈率
板块评级	中立	中立

# 中国铁建

## 费用管控原因业绩略超预期 毛利率存隐忧

中国铁建公告2013年上半年收入2,360.4亿人民币, 同比增长27.9%; 归属上市公司股东净利润46.7亿元人民币, 同比大幅增长46.6%, 对应每股收益0.38元。发布业绩略好于我们此前的预期。毛利率较去年同期有所下滑, 可能与铁路总公司新成立期间概算调整延误, 以及劳务成本上升有关。另一方面, 公司加强了成本管控, 管理费用率和财务费用率均有所下降, 导致了整体期间费用率的下降, 并成为业绩超预期主因。铁路订单高速增长基数影响为主。毛利率未来呈现向下隐忧。展望未来, 在国家基建投资保持平稳增长的预期下, 公司总体收入和利润有望保持小幅增长。铁路总公司的磨合对公司业绩的不确定性影响正在变小, 但是目前积累的地方政府融资平台风险也给未来市政业务的发展造成一些不确定性。总体而言, 铁路投资未来有小幅超预期的可能, 公司缺乏较好的长期成长性, 因为A股估值较便宜, 上调评级至买入。H股存相对A股估值溢价原因, 持有评级保持不变。

### 支撑评级的要点

- 公司整体毛利率10.04%, 较去年同期下降了0.38个百分点。分部毛利率来看, 工程承包毛利率9.48%, 较去年同期下降了0.27个百分点; 勘察设计监理毛利率33.42%, 较去年同期下降了1.19个百分点; 工业制造毛利率20.15%, 较去年同期上升了0.72个百分点; 房地产毛利率26.89%, 较去年同期下降了6.42个百分点。
- 第二季度单季综合毛利率为9.77%, 较去年同期下降0.39个百分点; 营业利润率为2.45%, 较去年同期小幅上升0.4个百分点; 净利润率为2.07%, 较去年同期上升0.4个百分点; 销售费用率为0.4%, 较去年同期小幅上升0.07个百分点; 管理费用率为3.45%, 较去年同期下降0.83个百分点; 财务费用率为0.46%, 较去年同期下降0.34个百分点。
- 上半年总新签合同额3,441亿元, 同比增长23%; 新签海外合同额193.5亿, 占新签合同总额的5.62%。其中物流和地产板块的新签订单增速较高, 分别增长63%、140%。截至2013年6月底, 未完工合同额1.59万亿元, 比去年底增长了7%。

### 评级面临的主要风险

- 宏观调控影响、地方政府审计后续影响、国际政治及汇兑风险。

### 估值

- 我们暂维持2013-2015年A、H股盈利预测为0.792、0.864和0.948元。我们上调A股评级至**买入**, 同时维持H股的**持有**评级不变。

### 投资摘要 — A股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	457,366	484,313	525,053	578,027	642,136
变动(%)	(3)	6	8	10	11
净利润(人民币百万)	7,854	8,479	9,765	10,664	11,697
全面摊薄每股收益(人民币)	0.637	0.687	0.792	0.864	0.948
变动(%)	85.0	8.0	15.2	9.2	9.7
市场预期每股收益(人民币)			0.753	0.831	0.940
核心每股收益(人民币)	0.670	0.695	0.801	0.875	0.960
变动(%)	82.9	3.7	15.2	9.3	9.7
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	6.8	5.9	5.4	4.9
核心市盈率(倍)	6.9	6.7	5.8	5.3	4.8
每股现金流量(人民币)	(1.02)	0.45	1.97	2.12	2.31
价格/每股现金流量(倍)	(4.6)	10.3	2.4	2.2	2.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.7	2.1	1.7	1.2	0.7
每股股息(人民币)	0.100	0.110	0.119	0.130	0.142
股息率(%)	2.2	2.4	2.6	2.8	3.1

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	(19)	(5)	(7)	12
相对新华富时A50指数	(4)	(8)	6	11

发行股数(百万)	12,338
流通股(%)	81
流通股市值(人民币百万)	57,246
3个月日均交易额(人民币百万)	128
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
中铁建总公司	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年8月30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

工业: 建筑及基建

李攀, CFA

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

董馨瑶

(8610) 6622 9353

xinyao.dong@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513070001

## 股价表现 — H 股



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(12)	(4)	0	32
相对恒生中国企业指数	0	(7)	6	24

发行股数(百万)	12,338
流通股(%)	17
流通股市值(港币百万)	91,051
3个月日均交易额(港币百万)	116
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
中铁建总公司	61

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年8月30日收市价为标准

## 投资摘要 — H 股

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币百万)	457,366	484,313	525,053	578,027	642,136
变动(%)	(3)	6	8	10	11
净利润(人民币百万)	7,854	8,479	9,765	10,664	11,697
全面摊薄每股收益(人民币)	0.637	0.687	0.792	0.864	0.948
变动(%)	85.0	8.0	15.2	9.2	9.7
市场预期每股收益(人民币)			0.763	0.827	0.931
核心每股收益(人民币)	0.670	0.695	0.801	0.875	0.960
变动(%)	82.9	3.7	15.2	9.3	9.7
全面摊薄市盈率(倍)	9.1	8.5	7.4	6.7	6.1
核心市盈率(倍)	8.7	8.4	7.3	6.7	6.1
每股现金流量(人民币)	(1.02)	0.45	1.97	2.12	2.31
价格/每股现金流量(倍)	(5.7)	13.0	3.0	2.8	2.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.3	2.7	2.2	1.7	1.1
每股股息(人民币)	0.100	0.110	0.119	0.130	0.142
股息率(%)	1.7	1.9	2.0	2.2	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 图表 1. 2013 年中报业绩摘要(A&amp;H 股)

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变化(%)
营业收入	184,532	236,038	27.9
营业成本	(165,293)	(212,334)	28.5
营业税金及附加	(5,242)	(6,668)	27.2
销售费用	(667)	(996)	49.4
管理费用	(7,889)	(8,876)	12.5
财务费用	(1,710)	(1,621)	(5.2)
资产减值损失	25	(13)	(152.2)
公允价值变动	2	13	627.7
投资收益	124	12	(90.6)
汇兑净收益	0	0	nm
营业利润	3,883	5,555	43.1
营业外收入	197	279	41.3
营业外支出	(70)	(49)	(29.9)
利润总额	4,010	5,785	44.3
所得税费用	(787)	(1,072)	36.1
净利润	3,223	4,713	46.3
少数股东损益	(34)	(40)	15.5
归属于上市公司股东净利润	3,188	4,674	46.6

资料来源: 公司数据

图表 2. 公司半年报新签合同额分部

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	13 年上半年
工程承包	2,417	2,871	1,573	2,327	2,653
勘察设计监理	29	41	32	36	43
工业制造	33	26	43	39	56
物流与物资贸易			335	344	562
房地产			65	50	121
其他	93	196	3	4	6
<b>总计</b>	<b>2,573</b>	<b>3,134</b>	<b>2,051</b>	<b>2,801</b>	<b>3,441</b>

增长(%)	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	13 年上半年
工程承包	90	19	(45)	48	14
勘察设计监理	73	41	(22)	12	21
工业制造	280	(22)	62	(9)	45
物流与物资贸易				3	63
房地产				(23)	140
其他	22	110	(98)	31	39
<b>总计</b>	<b>87</b>	<b>22</b>	<b>(35)</b>	<b>37</b>	<b>23</b>

资料来源: 公司数据

图表 3. 公司未完成合同额分部

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	13 年上半年
工程承包	5,761	8,089	9,094	11,970	14,511
勘察设计监理	25	29	18	26	39
工业制造	36	4	14	25	32
物流与物资贸易				735	1,162
房地产				126	195
其他	69	251	586	17	6
<b>总计</b>	<b>5,892</b>	<b>8,375</b>	<b>9,712</b>	<b>12,899</b>	<b>15,945</b>

较年初增长(%)	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	13 年上半年
工程承包	25	18	(3)	6	5
勘察设计监理	5	21	2	42	42
工业制造	(10)	(50)	892	(7)	9
物流与物资贸易				35	26
房地产				41	64
其他	25	41	3,453	(29)	(59)
<b>总计</b>	<b>25</b>	<b>19</b>	<b>(0)</b>	<b>8</b>	<b>7</b>

资料来源: 公司数据

图表 4. 分业务毛利率

毛利率(%)	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	12 年上半年	13 年上半年
工程承包	9.00	8.71	9.13	9.74	9.48
勘察设计监理	23.56	27.30	33.55	34.61	33.42
工业制造	14.37	16.19	17.98	19.43	20.15
房地产				33.31	26.89
其他	9.43	10.29	7.50	6.41	4.83
<b>总计</b>	<b>9.5</b>	<b>9.4</b>	<b>9.55</b>	<b>10.43</b>	<b>10.04</b>

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	457,366	484,313	525,053	578,027	642,136
销售成本	(409,327)	(432,889)	(470,222)	(518,231)	(576,485)
经营费用	(26,256)	(27,404)	(29,017)	(31,505)	(34,788)
息税折旧前利润	12,395	14,330	14,858	16,092	17,421
折旧及摊销	(9,388)	(9,689)	(10,956)	(12,199)	(13,443)
经营利润(息税前利润)	21,782	24,020	25,814	28,291	30,864
净利息收入(费用)	(1,982)	(3,501)	(2,520)	(2,614)	(2,635)
其他收益/(损失)	(357)	66	81	80	83
税前利润	10,056	10,896	12,419	13,558	14,869
所得税	(2,174)	(2,375)	(2,608)	(2,847)	(3,122)
少数股东权益	(28)	(42)	(46)	(47)	(49)
净利润	7,854	8,479	9,765	10,664	11,697
核心净利润	8,266	8,573	9,879	10,795	11,846
每股收益(人民币)	0.637	0.687	0.792	0.864	0.948
核心每股收益(人民币)	0.670	0.695	0.801	0.875	0.960
每股股息(人民币)	0.100	0.110	0.119	0.130	0.142
收入增长(%)	(3)	6	8	10	11
息税前利润增长(%)	81	16	4	8	8
息税折旧前利润增长(%)	49	10	7	10	9
每股收益增长(%)	85	8	15	9	10
核心每股收益增长(%)	83	4	15	9	10

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	10,056	10,896	12,419	13,558	14,869
折旧与摊销	9,388	9,689	10,956	12,199	13,443
净利息费用	1,982	3,501	2,520	2,614	2,635
运营资本变动	(32,082)	(15,809)	831	421	477
税金	(2,174)	(2,375)	(2,608)	(2,847)	(3,122)
其他经营现金流	254	(357)	150	176	201
经营活动产生的现金流	(12,576)	5,545	24,269	26,121	28,502
购买固定资产净值	(12,054)	(10,500)	(12,378)	(12,232)	(12,232)
投资减少/增加	1,238	1,657	0	0	0
其他投资现金流	213	534	(353)	(399)	(441)
投资活动产生的现金流	(10,603)	(8,309)	(12,731)	(12,631)	(12,673)
净增权益	116	438	0	0	0
净增债务	31,397	(6,362)	(6,100)	(1,800)	(600)
支付股息	(1,234)	(1,234)	(1,357)	(1,465)	(1,600)
其他融资现金流	11,369	18,082	(2,533)	(2,613)	(2,631)
融资活动产生的现金流	41,649	10,924	(9,990)	(5,878)	(4,830)
现金变动	18,470	8,160	1,547	7,612	10,999
期初现金	55,923	74,168	82,346	83,894	91,506
公司自由现金流	(21,102)	65	14,037	16,032	18,578
权益自由现金流	6,613	(12,137)	2,917	9,076	12,594

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	74,215	82,461	84,009	91,621	102,619
应收帐款	90,269	104,980	113,811	125,294	139,190
库存	150,181	171,337	186,113	205,115	228,172
其他流动资产	45,659	57,508	60,403	64,125	68,641
流动资产总计	360,324	416,287	444,336	486,155	538,623
固定资产	40,572	40,271	41,138	40,529	38,637
无形资产	6,791	8,304	8,499	8,744	8,986
其他长期资产	15,296	15,800	17,010	18,470	20,169
长期资产总计	62,659	64,374	66,647	67,744	67,792
总资产	422,983	480,661	510,983	553,898	606,414
应付帐款	213,786	242,973	263,796	290,648	323,208
短期债务	48,121	49,129	50,129	50,029	49,929
其他流动负债	56,835	76,709	83,549	91,773	101,705
流动负债总计	318,742	368,812	397,474	432,450	474,843
长期借款	30,611	31,390	24,290	22,590	22,090
其他长期负债	7,911	7,130	7,436	7,828	8,305
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338
储备	52,411	59,626	68,034	77,233	87,331
股东权益	64,748	71,964	80,372	89,571	99,668
少数股东权益	970	1,366	1,411	1,459	1,508
总负债及权益	422,983	480,661	510,983	553,898	606,414
每股帐面价值(人民币)	5.25	5.83	6.51	7.26	8.08
每股有形资产(人民币)	4.70	5.16	5.83	6.55	7.35
每股净负债/(现金)(人民币)	0.37	(0.15)	(0.77)	(1.53)	(2.47)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	4.8	5.0	4.9	4.9	4.8
息税前利润率(%)	2.7	3.0	2.8	2.8	2.7
税前利润率(%)	2.2	2.2	2.4	2.3	2.3
净利率(%)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	3.6	2.6	3.1	3.3	3.4
净权益负债率(%)	6.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.3	6.8	5.9	5.4	4.9
核心业务市盈率(倍)	6.9	6.7	5.8	5.3	4.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.4	8.1	7.0	6.4	5.8
盈率(倍)					
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	(4.6)	10.3	2.4	2.2	2.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.7	2.1	1.7	1.2	0.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	93.5	135.5	138.7	137.8	137.2
应收帐款周转天数	64.8	73.6	76.0	75.5	75.2
应付帐款周转天数	158.7	172.1	176.1	175.1	174.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.7	16.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	12.9	12.4	12.8	12.5	12.4
资产收益率(%)	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
已运用资本收益率(%)	11.4	11.0	11.0	11.5	11.8

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	457,366	484,313	525,053	578,027	642,136
销售成本	(409,327)	(432,889)	(470,222)	(518,231)	(576,485)
经营费用	(26,256)	(27,404)	(29,017)	(31,505)	(34,788)
息税折旧前利润	12,395	14,330	14,858	16,092	17,421
折旧及摊销	(9,388)	(9,689)	(10,956)	(12,199)	(13,443)
经营利润(息税前利润)	21,782	24,020	25,814	28,291	30,864
净利息收入(费用)	(1,982)	(3,501)	(2,520)	(2,614)	(2,635)
其他收益/(损失)	(357)	66	81	80	83
税前利润	10,056	10,896	12,419	13,558	14,869
所得税	(2,174)	(2,375)	(2,608)	(2,847)	(3,122)
少数股东权益	(28)	(42)	(46)	(47)	(49)
净利润	7,854	8,479	9,765	10,664	11,697
核心净利润	8,266	8,573	9,879	10,795	11,846
每股收益(人民币)	0.637	0.687	0.792	0.864	0.948
核心每股收益(人民币)	0.670	0.695	0.801	0.875	0.960
每股股息(人民币)	0.100	0.110	0.119	0.130	0.142
收入增长(%)	(3)	6	8	10	11
息税前利润增长(%)	81	16	4	8	8
息税折旧前利润增长(%)	49	10	7	10	9
每股收益增长(%)	85	8	15	9	10
核心每股收益增长(%)	83	4	15	9	10

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	10,056	10,896	12,419	13,558	14,869
折旧与摊销	9,388	9,689	10,956	12,199	13,443
净利息费用	1,982	3,501	2,520	2,614	2,635
运营资本变动	(32,082)	(15,809)	831	421	477
税金	(2,174)	(2,375)	(2,608)	(2,847)	(3,122)
其他经营现金流	254	(357)	150	176	201
经营活动产生的现金流	(12,576)	5,545	24,269	26,121	28,502
购买固定资产净值	(12,054)	(10,500)	(12,378)	(12,232)	(12,232)
投资减少/增加	1,238	1,657	0	0	0
其他投资现金流	213	534	(353)	(399)	(441)
投资活动产生的现金流	(10,603)	(8,309)	(12,731)	(12,631)	(12,673)
净增权益	116	438	0	0	0
净增债务	31,397	(6,362)	(6,100)	(1,800)	(600)
支付股息	(1,234)	(1,234)	(1,357)	(1,465)	(1,600)
其他融资现金流	11,369	18,082	(2,533)	(2,613)	(2,631)
融资活动产生的现金流	41,649	10,924	(9,990)	(5,878)	(4,830)
现金变动	18,470	8,160	1,547	7,612	10,999
期初现金	55,923	74,168	82,346	83,894	91,506
公司自由现金流	(21,102)	65	14,037	16,032	18,578
权益自由现金流	6,613	(12,137)	2,917	9,076	12,594

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	74,215	82,461	84,009	91,621	102,619
应收帐款	90,269	104,980	113,811	125,294	139,190
库存	150,181	171,337	186,113	205,115	228,172
其他流动资产	45,659	57,508	60,403	64,125	68,641
流动资产总计	360,324	416,287	444,336	486,155	538,623
固定资产	40,572	40,271	41,138	40,529	38,637
无形资产	6,791	8,304	8,499	8,744	8,986
其他长期资产	15,296	15,800	17,010	18,470	20,169
长期资产总计	62,659	64,374	66,647	67,744	67,792
总资产	422,983	480,661	510,983	553,898	606,414
应付帐款	213,786	242,973	263,796	290,648	323,208
短期债务	48,121	49,129	50,129	50,029	49,929
其他流动负债	56,835	76,709	83,549	91,773	101,705
流动负债总计	318,742	368,812	397,474	432,450	474,843
长期借款	30,611	31,390	24,290	22,590	22,090
其他长期负债	7,911	7,130	7,436	7,828	8,305
股本	12,338	12,338	12,338	12,338	12,338
储备	52,411	59,626	68,034	77,233	87,331
股东权益	64,748	71,964	80,372	89,571	99,668
少数股东权益	970	1,366	1,411	1,459	1,508
总负债及权益	422,983	480,661	510,983	553,898	606,414
每股帐面价值(人民币)	5.25	5.83	6.51	7.26	8.08
每股有形资产(人民币)	4.70	5.16	5.83	6.55	7.35
每股净负债/(现金)(人民币)	0.37	(0.15)	(0.77)	(1.53)	(2.47)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	4.8	5.0	4.9	4.9	4.8
息税前利润率(%)	2.7	3.0	2.8	2.8	2.7
税前利润率(%)	2.2	2.2	2.4	2.3	2.3
净利率(%)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	3.6	2.6	3.1	3.3	3.4
净权益负债率(%)	6.9	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	9.1	8.5	7.4	6.7	6.1
核心业务市盈率(倍)	8.7	8.4	7.3	6.7	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	9.1	8.8	7.6	7.0	6.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
价格/现金流(倍)	(5.7)	13.0	3.0	2.8	2.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.3	2.7	2.2	1.7	1.1
<b>周转率</b>					
存货周转天数	93.5	135.5	138.7	137.8	137.2
应收帐款周转天数	64.8	73.6	76.0	75.5	75.2
应付帐款周转天数	158.7	172.1	176.1	175.1	174.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	15.7	16.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	12.9	12.4	12.8	12.5	12.4
资产收益率(%)	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4
已运用资本收益率(%)	11.4	11.0	11.0	11.5	11.8

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(“上市集团”)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