



**买入** **24% ↑**  
目标价格: 人民币 22.46  
**600066.CH**  
价格: 人民币 18.15  
目标价格基础: 15 倍 214 年市盈率  
板块评级: 中立

**我们的观点有何不同?**

- 我们判断, 2013年12月至2014年6月将是新能源公交采购高峰期, 宇通期内新能源销量可能达到5000台左右。新能源客车放量将带动公司盈利能力和估值水平同步提升。

**主要催化剂/事件**

- 新能源公交订单超预期
- 常规混合动力客车补贴政策出台
- 集团零部件资产注入对公司每股收益影响超预期

**股价表现**

| (%)         | 今年至今   | 1个月  | 3个月   | 12个月   |
|-------------|--------|------|-------|--------|
| 绝对          | (28.0) | 10.0 | (4.5) | (15.2) |
| 相对新华富时A50指数 | (19.0) | 5.5  | (9.0) | (20.5) |

|                  |        |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万)         | 1,274  |
| 流通股(%)           | 67     |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 23,123 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 171    |
| 净负债比率(%) (2013E) | 净现金    |
| 主要股东(%)          |        |
| 郑州宇通集团           | 31     |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年12月6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****汽车: 汽车****胡文洲, CFA**

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

**宋佳佳**

(8621) 2032 8532

jiajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

# 宇通客车

## 新能源公交放量在即

根据28个新能源示范城市推广计划, 我们预计2014-15年新能源公交市场规模将达到1.5-2万台/年, 如第二批新能源示范城市获批, 可能还将带来约0.5-1万台/年的增量。由于2014年年中四部委将对示范城市推广情况进行审查, 因此我们判断, 未来半年将是新能源客车采购高峰。预计宇通12月份新能源销量或将在1,200台以上, 明年上半年销量可能达到4,000台上下。同时, 常规混合动力客车补贴政策或将很快出台, 宇通是常规混合动力领域的绝对龙头(40%的市场份额), 如补贴金额能达到10-20万水平, 宇通将显著受益。我们认为, 2014年公司新能源业务表现有望超出市场预期, 公司估值有望提升至15倍。同时, 集团零部件资产注入有望一次性增厚公司2014年的每股收益。我们维持公司买入评级和目标价22.46元。

**支撑评级的要点**

- 预计公司新能源公交将自今年12月起进入销售高峰期, 目前公司已陆续接获省外插电式混合动力订单。我们判断, 新能源客车的放量将带动公司盈利能力和估值水平的同步提升。
- 常规混合动力客车的补贴政策如能出台, 公司有望凭借成熟的混合动力控制技术实现这一领域的产业化发展。
- 公司11月27日收到其他应收款8亿元, 因此公司对该款项累计计提的2.6亿元减值准备将于4季度全部转回, 该事项将对公司4季度业绩产生影响。
- 我们预计, 12月公司销量有望达到9,000-10,000万台, 创出历史新高, 同比增长22%-36%。4季度公司销量同比增长30%左右。受益于此, 公司2013年股权激励计划要求的业绩目标有望顺利达成。展望2014年, 我们预计公司销量有望达到63,555台, 同比增长11%左右。

**评级面临的主要风险**

- 国内座位客车市场持续低于预期。新能源客车实际推广情况低于预期期。

**估值**

- 我们预计, 2013-15年公司每股收益分别为1.29元、1.50元和1.84元(未考虑资产注入影响)。公司当前股价对应2014年市盈率为12倍, 估值不贵。维持买入评级和目标价22.46元不变。

**投资摘要**

| 年结日: 12月31日     | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入*(人民币 百万)   | 16,932 | 19,763 | 22,181 | 25,737 | 28,825 |
| 变动(%)           | 26     | 17     | 12     | 16     | 12     |
| 净利润(人民币 百万)     | 1,181  | 1,550  | 1,648  | 1,907  | 2,344  |
| 全面摊薄每股收益#(人民币)  | 0.927  | 1.216  | 1.294  | 1.496  | 1.840  |
| 变动(%)           | 37.4   | 31.2   | 6.4    | 15.7   | 22.9   |
| 市场预期每股收益(人民币)   |        |        | 1.367  | 1.589  | 1.897  |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.929  | 1.229  | 1.314  | 1.511  | 1.854  |
| 变动(%)           | 38.3   | 32.2   | 7.0    | 15.0   | 22.7   |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 19.8   | 15.1   | 14.2   | 12.3   | 10.0   |
| 核心市盈率(倍)        | 19.8   | 14.9   | 14.0   | 12.1   | 9.9    |
| 每股现金流量(人民币)     | 1.14   | 1.08   | 2.47   | 2.48   | 2.36   |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 16.2   | 17.0   | 7.4    | 7.4    | 7.8    |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 14.3   | 11.4   | 8.2    | 6.6    | 5.3    |
| 每股股息(人民币)       | 0.122  | 0.388  | 0.408  | 0.471  | 0.580  |
| 股息率(%)          | 0.7    | 2.1    | 2.2    | 2.6    | 3.2    |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

#按年底股本计算

## 新能源公交即将进入采购高峰期

2013年11月26日，财政部网站公布了第一批新能源汽车推广应用城市或区域名单，其中包括北京市、天津市等28个城市和区域。由于申报推广应用的城市需满足“2013—2015年，特大型城市或重点区域新能源汽车累计推广量不低于10,000辆，其他城市或区域累计推广量不低于5,000辆”的要求，按照上述标准，我们测算上述28个城市和地区在2013-2015年期间需累计推广至少18.5万台新能源汽车（其中我们假设北京、上海、深圳以及6个重点区域分别推广1万台，其余19个城市分别推广5,000台）。而按照上述地区各自确定的推广目标，2013-15年期间新能源汽车推广总量将达到25万台左右。考虑到2013年除混合动力客车外，国内新能源汽车推广情况仍较低迷。因此2014年和2015年，新能源汽车推广应用城市平均每年至少需要完成8万台左右的推广任务。其中，申报推广应用的城市还需满足“政府机关、公共机构等领域车辆采购要向新能源汽车倾斜，新增或更新的公交、公务、物流、环卫车辆中新能源汽车比例不低于30%”，按照这一标准，未来主流城市的公交车市场将至少30%为新能源汽车，而按照各个地区公共领域新能源汽车推广计划，我们预计未来新能源公交市场有望带来1.5-2万台左右的年销量。我们认为，第二批新能源汽车推广应用城市名单亦有望很快出台，我们预计第二批城市数量能达到20个以上，亦有望为新能源公交市场带来约0.5-1万台的年销量。总体而言，我们预计2014-15年，每年新能源公交销量将在2-3万台。

我们认为，目前国内拥有插电式混合动力客车和纯电动客车核心技术的企业并不多，而且，目前国内新能源公交产品数量较少。宇通凭借其独特的“睿控”技术和全系列插电式混合动力和纯电动公交车型，有望抢占新能源公交推广的先机。我们预计，未来两年公司新能源公交的市场份额有望达到30%左右。预计2014-15年，公司新能源公交销量为每年6,000-9,000台。2014年年中，四部委将对各个推广应用城市的实际推广情况进行审查，因此我们判断，从2013年12月起至2014年6月的这段时间将是新能源公交推广的高峰期。目前，公司已陆续接获各地订单，我们预计公司12月新能源公交销量可能达到1,200台以上，2014年上半年销量可能将在4,000台左右。

## 12月宇通销量有望创历史新高

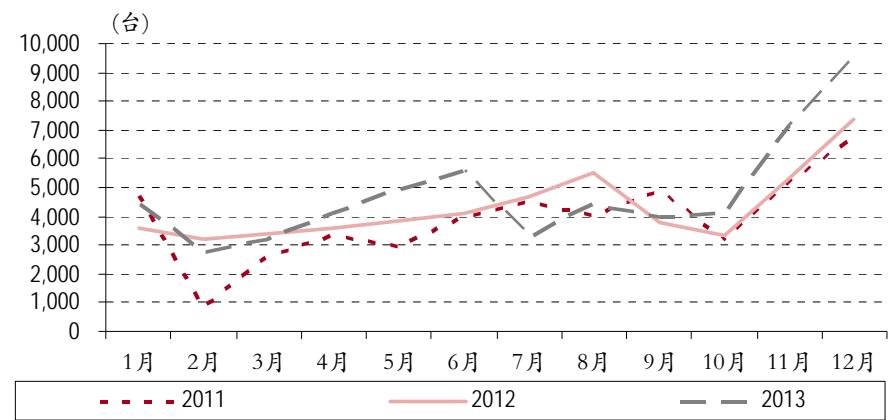
我们判断，受益于新能源公交订单和委内瑞拉出口订单的执行，以及国内市场旺季需求到来，12月公司销量有望达到9,000-10,000万台，创出历史新高，同比增长22%-36%左右。4季度公司销量同比增长30%左右。受益于此，公司2013年股权激励计划要求的业绩目标有望顺利达成。

我们预计，2013年公司客车销量可能将达到57,290台，其中公交客车全年销量有望达到19,219台，同比增长54%左右，校车销量达到8,210台，同比增长5%左右，作为客车销量达到29,134台，同比下降5%左右。

## 预计2014年宇通销量同比增长10.9%

展望2014年，我们预计，公司公交客车销量在“黄标车”淘汰、“公交优先战略”以及新能源公交推广的带动下，实现18%左右的增长；校车有望延续今年3月以来的快速增长态势，2014年实现12%左右的增长；而座位客车市场在过去两年中连续下行，宇通表现优于行业，我们预计2014年座位客车市场有望实现持平或略微复苏的态势，宇通有望实现6%左右的平稳增长。预计全年公司销量将达到63,555台，同比增长10.9%。

图表 1. 宇通月度销量情况



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

\*2013年12月销量数据为预测数据

图表 2. 宇通客车年度销量及预测（2012-2015年）

|                     | 2012年         | 2013E         | 2014E         | 2015E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>宇通客车年度销量 (台)</b> |               |               |               |               |
| 座位客车                | 30,651        | 29,134        | 30,882        | 32,426        |
| 校车                  | 7,846         | 8,210         | 9,195         | 10,574        |
| 公交客车                | 12,501        | 19,219        | 22,678        | 24,946        |
| 卧铺及其他               | 690           | 727           | 800           | 880           |
| <b>合计</b>           | <b>51,688</b> | <b>57,290</b> | <b>63,555</b> | <b>68,827</b> |
| <b>年度销量增速(%)</b>    |               |               |               |               |
| 座位客车                | (9.7)         | (4.9)         | 6.0           | 5.0           |
| 校车                  | -             | 4.6           | 12.0          | 15.0          |
| 公交客车                | 17.3          | 53.7          | 18.0          | 10.0          |
| 卧铺及其他               | (67.0)        | 5.4           | 10.0          | 10.0          |
| <b>合计</b>           | <b>10.7</b>   | <b>10.8</b>   | <b>10.9</b>   | <b>8.3</b>    |

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 重申公司买入评级

我们预计，2013-15年公司每股收益分别为1.29元、1.50元和1.84元（未考虑资产注入影响）。公司当前股价对应2014年市盈率为12倍，估值不贵。维持**买入**评级和目标价22.46元不变。

**损益表(人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2011     | 2012     | 2013E    | 2014E    | 2015E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入*        | 16,932   | 19,763   | 22,181   | 25,737   | 28,825   |
| 销售成本         | (13,933) | (15,934) | (18,283) | (21,057) | (23,428) |
| 经营费用         | (1,442)  | (1,999)  | (1,558)  | (2,054)  | (2,490)  |
| 息税折旧前利润      | 1,557    | 1,830    | 2,340    | 2,626    | 2,907    |
| 折旧及摊销        | (224)    | (292)    | (727)    | (700)    | (508)    |
| 经营利润(息税前利润)  | 1,333    | 1,538    | 1,613    | 1,926    | 2,399    |
| 净利润收入/(费用)   | (9)      | 38       | 53       | 96       | 133      |
| 其他收益/(损失)    | 30       | 189      | 220      | 160      | 150      |
| 税前利润         | 1,353    | 1,765    | 1,886    | 2,181    | 2,682    |
| 所得税          | (171)    | (215)    | (236)    | (273)    | (335)    |
| 少数股东权益       | (1)      | 0        | (2)      | (2)      | (3)      |
| 净利润          | 1,181    | 1,550    | 1,648    | 1,907    | 2,344    |
| 核心净利润        | 1,184    | 1,565    | 1,675    | 1,925    | 2,362    |
| 每股收益(人民币)    | 0.927    | 1.216    | 1.294    | 1.496    | 1.840    |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.929    | 1.229    | 1.314    | 1.511    | 1.854    |
| 每股股息(人民币)    | 0.122    | 0.388    | 0.408    | 0.471    | 0.580    |
| 收入增长(%)      | 26       | 17       | 12       | 16       | 12       |
| 息税前利润增长(%)   | 33       | 15       | 5        | 19       | 25       |
| 息税折旧前利润增长(%) | 30       | 18       | 28       | 12       | 11       |
| 每股收益增长(%)    | 37       | 31       | 6        | 16       | 23       |
| 核心每股收益增长(%)  | 38       | 32       | 7        | 15       | 23       |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

\*不含营业税金及附加

**资产负债表(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        | 1,171        | 3,055         | 4,392         | 6,259         | 8,100         |
| 应收帐款            | 1,868        | 3,891         | 3,378         | 3,260         | 3,423         |
| 库存              | 1,122        | 1,258         | 1,105         | 1,277         | 1,423         |
| 其他流动资产          | 1,318        | 1,812         | 1,200         | 1,200         | 1,200         |
| <b>流动资产总计</b>   | <b>5,479</b> | <b>10,016</b> | <b>10,075</b> | <b>11,996</b> | <b>14,147</b> |
| 固定资产            | 1,312        | 3,273         | 3,423         | 3,508         | 3,617         |
| 无形资产            | 985          | 848           | 938           | 1,027         | 1,115         |
| 其他长期资产          | 85           | 142           | 142           | 142           | 142           |
| <b>长期资产总计</b>   | <b>2,381</b> | <b>4,263</b>  | <b>4,503</b>  | <b>4,678</b>  | <b>4,875</b>  |
| <b>总资产</b>      | <b>7,860</b> | <b>14,279</b> | <b>14,578</b> | <b>16,673</b> | <b>19,021</b> |
| 应付帐款            | 3,744        | 5,397         | 4,655         | 5,361         | 5,963         |
| 短期债务            | 14           | 304           | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债          | 419          | 703           | 1,000         | 1,000         | 1,000         |
| <b>流动负债总计</b>   | <b>4,177</b> | <b>6,404</b>  | <b>5,655</b>  | <b>6,361</b>  | <b>6,963</b>  |
| 长期借款            | 10           | 156           | 156           | 156           | 156           |
| 其他长期负债          | 335          | 400           | 250           | 250           | 250           |
| 股本              | 520          | 705           | 1,274         | 1,274         | 1,274         |
| 储备              | 2,813        | 6,610         | 7,236         | 8,623         | 10,367        |
| <b>股东权益</b>     | <b>3,333</b> | <b>7,315</b>  | <b>8,510</b>  | <b>9,897</b>  | <b>11,641</b> |
| 少数股东权益          | 5            | 5             | 7             | 9             | 11            |
| <b>总负债及权益</b>   | <b>7,860</b> | <b>14,279</b> | <b>14,578</b> | <b>16,673</b> | <b>19,021</b> |
| 每股帐面价值(人民币)     | 2.62         | 5.74          | 6.68          | 7.77          | 9.14          |
| 每股有形资产(人民币)     | 1.84         | 5.08          | 5.94          | 6.96          | 8.26          |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.90)       | (2.04)        | (3.32)        | (4.79)        | (6.24)        |

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       | 2011         | 2012           | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
|-------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 税前利润              | 1,353        | 1,765          | 1,886        | 2,181        | 2,682        |
| 折旧与摊销             | 224          | 292            | 727          | 700          | 508          |
| 净利润利息费用           | 9            | (38)           | (53)         | (96)         | (133)        |
| 运营资本变动            | (46)         | (470)          | (134)        | 687          | 430          |
| 税金                | (171)        | (215)          | (236)        | (273)        | (335)        |
| 其他经营现金流           | 77           | 38             | 959          | (44)         | (147)        |
| <b>经营活动产生的现金流</b> | <b>1,446</b> | <b>1,372</b>   | <b>3,149</b> | <b>3,157</b> | <b>3,005</b> |
| 购买固定资产净值          | (992)        | (1,896)        | (969)        | (876)        | (706)        |
| 投资减少/增加           | (1,840)      | (7,117)        | 10           | 10           | 10           |
| 其他投资现金流           | 1,833        | 6,697          | 0            | 2            | 3            |
| <b>投资活动产生的现金流</b> | <b>(999)</b> | <b>(2,316)</b> | <b>(959)</b> | <b>(864)</b> | <b>(693)</b> |
| 净增权益              | 0            | 2,594          | 41           | 0            | 0            |
| 净增债务              | (61)         | 443            | (304)        | 0            | 0            |
| 支付股息              | (156)        | (156)          | (494)        | (519)        | (601)        |
| 其他融资现金流           | 23           | (53)           | (97)         | 96           | 133          |
| <b>融资活动产生的现金流</b> | <b>(194)</b> | <b>2,828</b>   | <b>(854)</b> | <b>(424)</b> | <b>(468)</b> |
| 现金变动              | 253          | 1,884          | 1,337        | 1,869        | 1,845        |
| 期初现金              | 918          | 1,171          | 3,055        | 4,392        | 6,259        |
| 公司自由现金流           | 447          | (944)          | 2,191        | 2,293        | 2,312        |
| 权益自由现金流           | 377          | (464)          | 1,940        | 2,388        | 2,445        |

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     | 2011  | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>盈利能力</b>     |       |      |       |       |       |
| 息税折旧前利润率(%)     | 9.2   | 9.3  | 10.5  | 10.2  | 10.1  |
| 息税前利润率(%)       | 7.9   | 7.8  | 7.3   | 7.5   | 8.3   |
| 税前利润率(%)        | 8.0   | 8.9  | 8.5   | 8.5   | 9.3   |
| 净利率(%)          | 7.0   | 7.8  | 7.4   | 7.4   | 8.1   |
| <b>流动性</b>      |       |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 1.3   | 1.6  | 1.8   | 1.9   | 2.0   |
| 利息覆盖率(倍)        | 143.9 | n.a. | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| 净权益负债率(%)       |       |      |       |       |       |
| 速动比率(倍)         | 1.0   | 1.4  | 1.6   | 1.7   | 1.8   |
| <b>估值</b>       |       |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 19.8  | 15.1 | 14.2  | 12.3  | 10.0  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 19.8  | 14.9 | 14.0  | 12.1  | 9.9   |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 24.2  | 18.3 | 17.1  | 14.9  | 12.1  |
| 市净率(倍)          | 7.0   | 3.2  | 2.7   | 2.4   | 2.0   |
| 价格/现金流(倍)       | 16.2  | 17.0 | 7.4   | 7.4   | 7.8   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 14.3  | 11.4 | 8.2   | 6.6   | 5.3   |
| <b>周转率</b>      |       |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 30.7  | 27.3 | 23.6  | 20.6  | 21.0  |
| 应收账款周转天数        | 34.4  | 53.2 | 59.8  | 47.1  | 42.3  |
| 应付账款周转天数        | 81.2  | 84.4 | 82.7  | 71.0  | 71.7  |
| <b>回报率</b>      |       |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 13.2  | 31.9 | 31.5  | 31.5  | 31.5  |
| 净资产收益率(%)       | 40.6  | 29.1 | 20.8  | 20.7  | 21.8  |
| 资产收益率(%)        | 15.9  | 12.2 | 9.8   | 10.8  | 11.8  |
| 已运用资本收益率(%)     | 45.4  | 27.6 | 19.6  | 20.6  | 21.9  |

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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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适合个别投资者。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