

## 汽车—重型车辆

调整目标价格

2010年3月9日

# 潍柴动力

## 1季度发动机销售强劲

**买入**

000338.SZ – 人民币 67.50

目标价格: 人民币 96.50 (↑ 71.70)

A

**买入**

2338.HK – 港币 65.00

目标价格: 港币 78.80 (↑ 60.83)

H

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocgroup.com

### 股价相对指数表现 (A股)



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现 (A股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	5	10	12	143
相对新华富时A50指数(%)	15	7	23	106

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据 (A股)

发行股数 (百万)	833
流通股 (%)	34
流通股市值 (人民币百万)	18,954
3个月日均交易额 (人民币百万)	261
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
潍柴控股集团	15
培新控股	5

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

我们认为在固定资产投资增速相对较快以及国内经济全面复苏的背景下今年1季度重卡行业仍将保持旺盛需求。虽然下半年宏观经济和重卡需求仍存在不确定性，我们预测今年潍柴发动机销量增长12%。我们将A股和H股目标价分别由71.71元和60.83港币上调至96.50元和78.80港币，均维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 预计公司1季度柴油发动机销量或同比增长60-75%至约11-12万台；
- 然而国内政策的收紧或将导致下半年重卡销售增速放缓；
- 在销量增加及产品结构优化的情况下公司2010年毛利率有望持续上升。

### 评级面临的风险因素

- 重卡是周期性很强的行业，故其销售增速较GDP增长波动更大。

### 估值

- 我们将2010和2011年盈利预测分别上调20%和23%以反映公司发动机销售强劲和利润率提升。目前A股和H股对应2010年市盈率分别为12.6倍和10.7倍，我们认为估值比较便宜。

### 图表 1. 投资摘要 (A股)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	29,133	32,994	34,652	39,810	43,040
变动 (%)	313	13	5	15	8
净利润 (人民币 百万)	2,019	1,931	3,418	4,465	4,615
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.733	2.318	4.103	5.360	5.540
变动 (%)	94.7	(15.2)	77.0	30.6	3.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	3.663	4.219	4.560
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	3.907	4.482	4.510
调整幅度 (%)	-	-	5.0	19.6	22.8
全面摊薄市盈率 (倍)	24.7	29.1	16.5	12.6	12.2
每股现金流量 (人民币)	5.38	6.35	4.29	5.27	5.97
价格/每股现金流量 (倍)	12.6	10.6	15.7	12.8	11.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	8.9	15.3	9.9	7.5	6.7
每股股息 (人民币)	0.440	0.130	0.230	0.301	0.311
股息率 (%)	0.7	0.2	0.3	0.4	0.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR<GO>, firstcall.com, Multex.com以及中银国际研究网站([www.bocresearch.com](http://www.bocresearch.com))上获取。  
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动。

## 股价相对指数表现 (H股)



资料来源：彭博及中银国际研究

## 股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	4	26	(3)	376
相对恒生中国内地综合指数(%)	7	17	0	(431)

资料来源：彭博及中银国际研究

## 重要数据 (H股)

发行股数 (百万)	833
流通股 (%)	24
流通股市值 (港币 百万)	13,156
3个月日均交易额 (港币 百万)	96
净负债比率 (%)	净现金

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

## 投资摘要 (H股)

年结日 : 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	28,786	32,567	34,480	39,611	42,825
变动 (%)	334	13	6	15	8
净利润 (人民币 百万)	2,015	1,929	3,416	4,463	4,613
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.727	2.316	4.101	5.358	5.538
变动 (%)	104.8	(15.1)	77.1	30.7	3.4
市场预期每股收益(人民币)	-	-	3.937	4.583	4.736
先前预测每股收益(人民币)	-	-	3.905	4.481	4.509
调整幅度(%)	-	-	5.0	19.6	22.8
全面摊薄市盈率(倍)	21.0	24.7	13.9	10.7	10.3
每股现金流量(人民币)	5.38	6.35	4.29	5.27	5.97
价格/每股现金流量(倍)	10.6	9.0	13.3	10.8	9.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.5	12.4	8.4	6.3	5.7
每股股息 (人民币)	0.440	0.130	0.230	0.301	0.311
股息率 (%)	0.8	0.2	0.4	0.5	0.5

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 2009 年盈利预增 50-100%

公司近日公告，初步预测（按中国会计准则）09年净利润同比增长50-100%至31-37亿人民币，相当于我们对全年净利润预测的95-114%。这说明4季度净利润在7.18-13.18亿人民币之间，而3季度是11.6亿人民币。

## 1季度发动机销售强劲

我们认为在固定资产投资增速相对较快以及国内经济复苏的背景下今年1季度重卡行业仍将保持旺盛需求。预计今年1季度公司柴油发动机销量或由去年4季度的9万台和去年1季度的6.8万台上升至约11-12万台。

## 盈利前景

预计未来国内政策的收紧或将导致下半年重卡销售增速放缓。所以我们预测今年公司发动机销量同比增长12%至357,250台。同时我们认为在销量增加以及产品结构优化的情况下公司今年有望保持较高的毛利率。估计今年毛利率将由去年的22.3%升至24.1%。总体上我们预测今年公司盈利同比增长31%。

## 估值

我们将2010和2011年盈利预测分别上调20%和23%以反映公司发动机销售强劲和利润率提升。目前A股和H股对应2010年市盈率分别为12.6倍和10.7倍，我们认为估值比较便宜。同时我们将A股和H股目标价分别由71.71元和60.83港币上调至96.50元和78.8港币，对应18倍和13倍2010年预期市盈率。我们对潍柴A股和H股均维持买入评级。

### 损益表 – A 股 (人民币 百万)

年结日 : 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	29,133	32,994	34,652	39,810	43,040
销售成本	(22,352)	(26,429)	(26,232)	(29,459)	(32,064)
经营费用	(2,557)	(2,781)	(2,665)	(2,858)	(2,914)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>3,549</b>	<b>2,937</b>	<b>4,777</b>	<b>6,355</b>	<b>6,738</b>
折旧及摊销	(675)	(846)	(979)	(1,137)	(1,323)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>4,224</b>	<b>3,783</b>	<b>5,756</b>	<b>7,492</b>	<b>8,062</b>
净利润收入/(费用)	(236)	(286)	(181)	(142)	(124)
其他收益/(损失)	(36)	90	71	54	50
<b>税前利润</b>	<b>3,278</b>	<b>2,741</b>	<b>4,666</b>	<b>6,267</b>	<b>6,664</b>
所得税	(480)	(329)	(700)	(1,065)	(1,266)
少数股东权益	(779)	(480)	(549)	(737)	(784)
<b>净利润</b>	<b>2,019</b>	<b>1,931</b>	<b>3,418</b>	<b>4,465</b>	<b>4,615</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,019</b>	<b>1,931</b>	<b>3,418</b>	<b>4,465</b>	<b>4,615</b>
每股收益(人民币)	2.733	2.318	4.103	5.360	5.540
核心每股收益(人民币)	2.733	2.318	4.103	5.360	5.540
每股股息(人民币)	0.440	0.130	0.230	0.301	0.311
收入增长(%)	313	13	5	15	8
息税前利润增长(%)	294	(17)	63	33	6
息税折旧前利润增长(%)	262	(10)	52	30	8
每股收益增长(%)	95	(15)	77	31	3
核心每股收益增长(%)	95	(15)	77	31	3

资料来源：公司数据，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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	3,278	2,741	4,666	6,267	6,664
折旧及摊销	675	846	979	1,137	1,323
净利润息费用	236	286	181	142	124
运营资本变动	284	1,780	(1,497)	(2,041)	(1,824)
税金	(567)	(329)	(700)	(1,065)	(1,266)
其他经营现金流	69	(33)	(52)	(50)	(49)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,974</b>	<b>5,292</b>	<b>3,578</b>	<b>4,390</b>	<b>4,972</b>
购买固定资产净值	(1,949)	(1,678)	(1,645)	(1,612)	(1,579)
投资减少/增加	(50)	(253)	(15)	(15)	(15)
其他投资现金流	(396)	(1,656)	(377)	(433)	(498)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,396)</b>	<b>(3,586)</b>	<b>(2,036)</b>	<b>(2,060)</b>	<b>(2,093)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,485)	384	297	(202)	(237)
支付股息	(103)	(307)	(157)	(247)	(324)
其他融资现金流	204	(249)	(181)	(142)	(124)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,384)</b>	<b>(172)</b>	<b>(41)</b>	<b>(591)</b>	<b>(685)</b>
现金变动	194	1,533	1,501	1,739	2,194
期初现金	1,626	1,820	3,352	4,853	6,592
公司自由现金流	1,605	1,754	1,558	2,347	2,897
权益自由现金流	(95)	1,840	1,657	1,986	2,518

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 主要比率 – A 股

年结日 : 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	14.5	11.5	16.6	18.8	18.7
息税前利润率	12.2	8.9	13.8	16.0	15.7
税前利润率	11.3	8.3	13.5	15.7	15.5
净利率	6.9	5.9	9.9	11.2	10.7
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.7	2.1
利息覆盖率	13.0	8.8	24.2	39.9	47.4
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	0.8	0.8	1.1	1.3	1.6
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	24.7	29.1	16.5	12.6	12.2
核心业务市盈率	24.7	29.1	16.5	12.6	12.2
目标价对应核心业务市盈率	35.3	41.6	23.5	18.0	17.4
市净率	5.5	7.0	5.0	3.6	2.8
价格/现金流	12.6	10.6	15.7	12.8	11.3
企业价值/息税折旧前利润	8.9	15.3	9.9	7.5	6.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	59.7	70.3	80.8	75.0	74.6
应收帐款周转天数	65.1	72.1	74.8	70.8	71.8
应付帐款周转天数	80.0	99.7	107.8	87.6	74.9
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	11.3	5.6	5.6	5.6	5.6
净资产收益率	43.2	26.9	35.6	33.5	26.1
资产收益率	15.3	10.0	13.2	15.3	14.1
已运用资本收益率	35.1	24.3	31.1	32.2	27.5

资料来源：公司数据，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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产总计</b>	<b>14,477</b>	<b>19,945</b>	<b>22,113</b>	<b>25,957</b>	<b>29,741</b>
固定资产	6,061	7,136	7,895	8,462	8,809
无形资产	1,152	1,115	1,021	929	839
其他长期资产	1,271	1,609	1,678	1,790	1,902
<b>长期资产总计</b>	<b>7,945</b>	<b>9,323</b>	<b>10,056</b>	<b>10,643</b>	<b>11,011</b>
<b>总资产</b>	<b>22,423</b>	<b>29,268</b>	<b>32,170</b>	<b>36,600</b>	<b>40,752</b>
应付帐款	7,391	10,628	9,839	9,276	8,390
短期债务	1,541	1,308	1,217	1,132	1,052
其他流动负债	3,713	4,784	4,465	4,708	4,912
<b>流动负债总计</b>	<b>12,644</b>	<b>16,720</b>	<b>15,522</b>	<b>15,116</b>	<b>14,354</b>
长期借款	161	778	1,167	1,050	892
其他长期负债	209	444	442	441	440
股本	521	833	833	833	833
储备	5,861	7,165	10,377	14,648	19,011
<b>股东权益</b>	<b>6,381</b>	<b>7,998</b>	<b>11,210</b>	<b>15,481</b>	<b>19,844</b>
少数股东权益	3,026	3,329	3,829	4,512	5,222
<b>总负债及权益</b>	<b>22,423</b>	<b>29,268</b>	<b>32,170</b>	<b>36,600</b>	<b>40,752</b>
每股面值(人民币)	12.26	9.60	13.46	18.58	23.82
每股有形资产(人民币)	10.04	8.26	12.23	17.47	22.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.52)	(2.96)	(5.29)	(8.21)

资料来源：公司数据，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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	28,786	32,567	34,480	39,611	42,825
销售成本	(22,651)	(26,909)	(26,787)	(30,065)	(32,761)
经营费用	(1,812)	(1,661)	(1,870)	(2,017)	(1,978)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>3,677</b>	<b>3,203</b>	<b>4,891</b>	<b>6,438</b>	<b>6,804</b>
折旧及摊销	(646)	(795)	(931)	(1,091)	(1,282)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>4,324</b>	<b>3,998</b>	<b>5,822</b>	<b>7,529</b>	<b>8,086</b>
净利润收入/(费用)	(227)	(249)	(181)	(142)	(124)
其他收益/(损失)	(178)	(213)	(45)	(30)	(17)
<b>税前利润</b>	<b>3,273</b>	<b>2,741</b>	<b>4,665</b>	<b>6,266</b>	<b>6,663</b>
所得税	(480)	(329)	(700)	(1,065)	(1,266)
少数股东权益	(779)	(483)	(549)	(737)	(784)
<b>净利润</b>	<b>2,015</b>	<b>1,929</b>	<b>3,416</b>	<b>4,463</b>	<b>4,613</b>
<b>核心净利润</b>	<b>2,015</b>	<b>1,929</b>	<b>3,416</b>	<b>4,463</b>	<b>4,613</b>
每股收益(人民币)	2.727	2.316	4.101	5.358	5.538
核心每股收益(人民币)	2.727	2.316	4.101	5.358	5.538
每股股息(人民币)	0.440	0.130	0.230	0.301	0.311
收入增长(%)	334	13	6	15	8
息税前利润增长(%)	348	(13)	53	32	6
息税折旧前利润增长(%)	302	(8)	46	29	7
每股收益增长(%)	105	(15)	77	31	3
核心每股收益增长(%)	105	(15)	77	31	3

资料来源：公司数据，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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	3,273	2,741	4,665	6,266	6,663
折旧与摊销	646	795	931	1,091	1,282
净利息费用	227	249	181	142	124
运营资本变动	284	1,780	(1,497)	(2,041)	(1,824)
税金	(567)	(329)	(700)	(1,065)	(1,266)
其他经营现金流	111	56	(2)	(3)	(6)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>3,974</b>	<b>5,291</b>	<b>3,578</b>	<b>4,390</b>	<b>4,973</b>
购买固定资产净值	(1,949)	(1,678)	(1,645)	(1,612)	(1,579)
投资减少/增加	(50)	(253)	(15)	(15)	(15)
其他投资现金流	(396)	(1,656)	(377)	(433)	(498)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(2,396)</b>	<b>(3,586)</b>	<b>(2,036)</b>	<b>(2,060)</b>	<b>(2,093)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,485)	384	297	(202)	(237)
支付股息	(103)	(307)	(157)	(247)	(324)
其他融资现金流	204	(249)	(181)	(142)	(124)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(1,384)</b>	<b>(172)</b>	<b>(41)</b>	<b>(591)</b>	<b>(685)</b>
现金变动	194	1,533	1,501	1,739	2,195
期初现金	1,626	1,820	3,352	4,853	6,592
公司自由现金流	1,605	1,753	1,558	2,347	2,898
权益自由现金流	(95)	1,840	1,657	1,986	2,519

资料来源：公司数据，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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,820	3,352	4,853	6,592	8,786
应收帐款	5,910	6,930	7,264	8,178	8,753
库存	4,200	5,851	5,766	6,342	6,773
其他流动资产	1,996	4,053	4,471	5,085	5,669
<b>流动资产总计</b>	<b>13,925</b>	<b>20,185</b>	<b>22,354</b>	<b>26,197</b>	<b>29,981</b>
固定资产	7,022	7,280	8,028	8,583	8,914
无形资产	792	810	775	742	709
其他长期资产	1,056	2,213	2,232	2,299	2,369
<b>长期资产总计</b>	<b>8,331</b>	<b>9,765</b>	<b>10,498</b>	<b>11,085</b>	<b>11,453</b>
<b>总资产</b>	<b>22,256</b>	<b>29,950</b>	<b>32,852</b>	<b>37,282</b>	<b>41,434</b>
应付帐款	7,265	10,628	9,839	9,276	8,390
短期债务	1,541	1,308	1,217	1,132	1,052
其他流动负债	3,826	5,862	5,544	5,787	5,991
<b>流动负债总计</b>	<b>12,631</b>	<b>17,799</b>	<b>16,600</b>	<b>16,195</b>	<b>15,433</b>
长期借款	161	778	1,167	1,050	892
其他长期负债	65	47	46	44	43
股本	521	833	833	833	833
储备	5,863	7,165	10,377	14,648	19,011
<b>股东权益</b>	<b>6,383</b>	<b>7,998</b>	<b>11,210</b>	<b>15,481</b>	<b>19,844</b>
少数股东权益	3,015	3,329	3,829	4,512	5,222
<b>总负债及权益</b>	<b>22,256</b>	<b>29,950</b>	<b>32,852</b>	<b>37,282</b>	<b>41,434</b>
每股面值(人民币)	12.26	9.60	13.46	18.58	23.82
每股有形资产(人民币)	10.74	8.63	12.53	17.69	22.97
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.52)	(2.96)	(5.29)	(8.21)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 主要比率 - H股

年结日 : 12月 31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	15.0	12.3	16.9	19.0	18.9
息税前利润率	12.8	9.8	14.2	16.3	15.9
税前利润率	11.4	8.4	13.5	15.8	15.6
净利率	7.0	5.9	9.9	11.3	10.8
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.1	1.1	1.3	1.6	1.9
利息覆盖率	14.5	10.8	24.8	40.5	47.9
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	0.8	0.8	1.0	1.2	1.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	21.0	24.7	13.9	10.7	10.3
核心业务市盈率	21.0	24.7	13.9	10.7	10.3
目标价对应核心业务市盈率	25.4	29.9	16.9	12.9	12.5
市净率	4.7	6.0	4.2	3.1	2.4
价格/现金流	10.6	9.0	13.3	10.8	9.6
企业价值/息税折旧前利润	7.5	12.4	8.4	6.3	5.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	56.7	68.2	79.1	73.5	73.1
应收帐款周转天数	62.8	72.0	75.1	71.1	72.1
应付帐款周转天数	79.1	100.3	108.3	88.1	75.3
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	11.4	5.6	5.6	5.6	5.6
净资产收益率	43.0	26.8	35.6	33.4	26.1
资产收益率	16.0	10.8	13.2	15.2	14.0
已运用资本收益率	35.9	26.5	31.8	32.6	27.7

资料来源：公司数据，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(iii)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。中银国际集团涉及以下上市法团证券的做市活动：汇丰控股，中国人寿及中国海外发展。

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 2010 年 3 月 5 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 2010 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