

2010年3月18日

**A**
**卖出**

600050.SS - 人民币 6.51

目标价格: 人民币 5.20

**R**
**卖出**

0762.HK - 港币 9.49

目标价格: 港币 9.80

**刘都\***

(8621) 6860 4866 分机 8507

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

**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 (%)	(11)	(2)	(4)	24
相对新华富时 A50 指数 (%)	(1)	(2)	3	(11)

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)	21,197
流通股 (%)	39
流通股市值 (人民币 百万)	54,163
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,146
净负债比率 (%)	43
主要股东 (%)	
联通 BVI	71
Telefonica	8

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\* 吴维克为本报告重大贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

# 中国联通

## 全年利润下滑 30%

中国联通将于下周三 (3月24日) 公布 09 年全年业绩。我们预计, 经常性净利润同比下滑 30% 至 99.7 亿人民币 (每股收益: 0.423 元)。

**支撑评级的要点**

- 今年营销成本 (特别是手机补贴) 将进一步上升, 同时, 3G 网络资产折旧费用也将上升;
- 固话业务仍将拖累整体盈利能力。

**影响评级的主要风险**

- 公司找到可行的市场战略来吸引足够多的新用户, 特别是从竞争对手中国移动 (0941.HK/港币 75.50, 买入) 手中抢夺大用户, 同时控制好手机补贴成本;
- 移动号码携带服务受到用户的广泛欢迎, 成为中国联通的优势, 并在全国范围内迅速展开。

**估值**

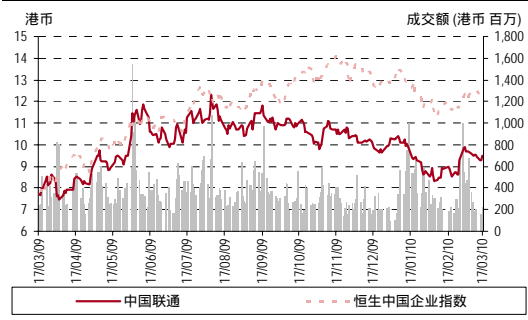
- 由于 2010 年公司盈利将进一步下滑, 因此我们认为, 对该股的看法转向乐观为时尚早。

**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)	151,545	150,168	155,598	163,174	170,999
变动 (%)	-	(1)	4	5	5
净利润 (人民币 百万)	6,926	17,145	2,986	2,109	2,485
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.327	0.809	0.141	0.100	0.117
变动 (%)	-	147.5	(82.6)	(29.4)	17.8
市场预测每股收益 (人民币)	-	-	0.198	0.219	0.276
核心每股收益 (人民币)	0.304	0.107	0.141	0.100	0.117
变动 (%)	-	(64.7)	31.4	(29.4)	17.8
全面摊薄市盈率 (倍)	19.9	8.0	46.2	65.4	55.5
核心市盈率 (倍)	21.4	60.7	46.2	65.4	55.5
每股现金流量 (人民币)	1.80	4.48	2.00	3.19	3.14
价格/每股现金流量 (倍)	3.6	1.5	3.3	2.0	2.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.2	4.7	6.2	6.0	5.4
每股股息 (人民币)	0.067	0.067	0.034	0.034	0.034
股息率 (%)	1.0	1.0	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价相对指数表现(红筹)



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现(红筹)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(8)	6	(5)	23
相对恒生中国企业指数(%)	(3)	1	(3)	(40)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据(红筹)

发行股数(百万)	23,562
流通股(%)	29
流通股市值(港币百万)	64,056
3个月日均交易额(港币百万)	342
净负债比率(%)	43

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 投资摘要(红筹)

年结日:12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入(人民币百万)	149,17	160,02	157,62	165,99	175,32
变动(%)	-	0	3	6	4
净利润(人民币百万)	19,920	45,026	9,970	8,308	9,166
全面摊薄每股收益(人民币)	0.839	1.894	0.423	0.353	0.389
变动(%)	-	125.9	(77.7)	(16.7)	10.3
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.439	0.346	0.409
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.415	0.325	0.339
调整幅度(%)	-	-	1.9	8.3	14.6
核心每股收益(人民币)	0.640	0.603	0.423	0.353	0.389
变动(%)	-	(5.8)	(29.8)	(16.7)	10.3
全面摊薄市盈率(倍)	10.0	4.4	19.7	23.7	21.5
核心市盈率(倍)	13.0	13.8	19.7	23.7	21.5
每股现金流量(人民币)	3.45	4.05	2.31	2.99	2.97
价格/每股现金流量(倍)	2.4	2.1	3.6	2.8	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.2	2.7	4.4	4.1	3.6
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.100	0.100	0.100
股息率(%)	2.4	2.4	1.2	1.2	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股东应占利润下滑 77%

包括 08 年出售 CDMA 业务的利润、资产注销及固话业务初装费(2001 年已废除但仍按照直线法分 10 年确认), 股东应占利润可能同比下滑 77.2%至 104.6 亿人民币(每股收益:0.441 元)。

对于 A 股公司, 我们预计, 经常业务净利润 32 亿人民币(每股收益: 0.15 元), 较上年下滑 75%, 这主要是由于红筹公司与中国网通合并导致少数股东权益大幅上升。

### 图表 2.全年业绩分析

年结日: 12月31日(港币百万)	2008	2009	同比变动(%)
收入	160,020	157,623	(1.5)
现金经营成本	(81,072)	(94,777)	16.9
息税折旧前利润	78,948	62,846	(20.4)
折旧	(47,678)	(48,600)	1.9
息税前利润	31,270	14,246	(54.4)
非经常性项目	(9,843)	0	n.m.
其它/联营公司	0	650	n.m.
净财务	(2,172)	(1,350)	(37.8)
税金	(1,801)	(3,575)	98.5
少数股东权益及终止业务	27,572	(1)	n.m.
归属母公司净利润	45,026	9,970	(77.9)
调整后经常业务净利润	14,332	9,970	(30.4)
全面摊薄每股收益(人民币)	0.604	0.420	(30.4)
初装费	886	490	(44.7)
账面归属母公司净利润	45,912	10,460	(77.2)

### 盈利能力(%)

息税折旧前利润率	49.3	39.9
息税前利润率	19.5	9.0
净利率	9.0	6.3

### 经营数据

GSM 用户数(百万)	133	148	10.7
月通话量(分钟/月)	249	259	4.3
平均每户收入(人民币/月)	47	47	0.8
固话用户数(百万)	109	102	(6.1)
平均每户收入(人民币/月)	42	40	(3.2)
宽带用户数(百万)	25	38	48.6
平均每户收入(人民币/月)	67	72	7.5

注释: 所有数据(除了账面归属母公司净利润)都已剔除初装费的影响

资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

### 3G 进展不及预期

去年，中国联通共新增用户 1,420 万，手机用户基数达到了 1.476 亿户。截至去年底，公司共有 274 万 3G 用户，占总数的 1.9% 左右。由于 3G 业务刚刚启动不到半年，这一结果还不算太坏，但也不算太好。

与此同时，固话业务仍面临压力（压力部分是来自其手机业务），因为 670 万用户终止了固话服务，同比下滑 6.1%。因此，我们预计净收入将下滑 1.5% 至 1,576 亿人民币，同时，3G 服务带来的折旧及营销成本上升也将使利润率严重受挫。

### 3G 策略需要改进

在下周三的分析师会议上，我们希望管理层能谈及下列几个问题：

- 如何改进其 3G 策略，充分发挥其使用的 WCDMA 技术与中国电信 (0728.HK/港币 3.55, 持有) 使用的 CDMA000 EV/DO 技术和中国移动使用的自主研发的 TD-SCDMA 技术相比更加成熟的优势；
- 稳定固话业务的策略；
- 积极进行的“三网融合”所带来的机遇。

**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	151,545	150,168	155,598	163,174	170,999
销售成本	(98,238)	(100,355)	(113,896)	(122,834)	(127,412)
经营费用	15,925	13,996	16,989	22,591	23,975
经营利润(息税前利润)	22,829	17,247	11,155	9,176	11,392
折旧及摊销	(46,403)	(46,563)	(47,536)	(53,755)	(56,171)
息税折旧前利润	69,232	63,810	58,691	62,931	67,563
净利息收入/(费用)	(3,083)	(2,237)	(1,389)	(2,466)	(3,392)
其他收益/(损失)	5,593	17,823	2,500	2,750	3,000
税前利润	25,339	32,833	12,266	9,460	11,001
所得税	(7,227)	(1,702)	(3,455)	(3,235)	(3,666)
少数股东权益	(11,185)	(13,986)	(5,826)	(4,116)	(4,849)
净利润	6,926	17,145	2,986	2,109	2,485
核心净利润	6,437	2,272	2,986	2,109	2,485
每股收益(人民币)	0.327	0.809	0.141	0.100	0.117
核心每股收益(人民币)	0.304	0.107	0.141	0.100	0.117
每股股息(人民币)	0.067	0.067	0.034	0.034	0.034
收入增长(%)	n.a.	(1)	4	5	5
息税前利润增长(%)	n.a.	(24)	(35)	(18)	24
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(8)	(8)	7	7
每股收益增长(%)	n.a.	148	(83)	(29)	18
核心每股收益增长(%)	n.a.	(65)	31	(29)	18

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	12,727	9,488	3,860	752	16,529
应收帐款	11,843	9,313	9,765	9,457	10,286
库存	2,815	1,171	1,657	1,419	1,634
其他流动资产	4,850	16,189	4,475	6,337	5,967
流动资产总计	32,235	36,160	19,757	17,965	34,417
固定资产	274,751	281,933	345,312	360,312	352,862
无形资产	18,582	18,550	2,771	2,771	2,771
其他长期资产	28,730	28,944	31,679	31,679	31,679
长期资产总计	303,481	310,877	376,991	391,991	384,541
总资产	335,716	347,037	396,748	409,956	418,958
应付帐款	45,786	62,790	57,538	63,561	64,754
短期债务	39,367	21,997	20,780	20,780	20,780
其他流动负债	38,448	40,252	30,858	31,945	33,186
流动负债总计	123,601	125,038	109,176	116,286	118,719
长期借款	26,271	9,604	72,997	72,997	72,997
其他长期负债	5,029	3,398	4,998	4,998	4,998
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
储备	62,747	49,121	50,330	50,875	51,762
股东权益	83,943	70,318	71,527	72,071	72,958
少数股东权益	96,871	138,679	138,050	143,605	149,285
总负债及权益	335,716	347,037	396,748	409,956	418,958
每股帐面价值(人民币)	3.96	3.32	3.37	3.40	3.44
每股有形资产(人民币)	3.08	2.44	3.24	3.27	3.31
每股净负债(现金)	2.50	1.04	4.24	4.39	3.64

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	25,339	32,833	12,266	9,460	11,001
折旧与摊销	46,403	46,563	47,536	53,755	56,171
净利息费用	3,083	2,237	1,389	2,466	3,392
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(36,610)	13,286	(18,734)	1,931	(4,068)
经营活动产生的现金流	38,215	94,919	42,457	67,612	66,495
购买固定资产净值	(23,720)	(82,735)	(110,000)	(70,000)	(50,000)
投资减少/增加	82	0	0	0	0
其他投资现金流	(880)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(24,518)	(82,735)	(110,000)	(70,000)	(50,000)
净增权益	313	0	0	0	0
净增债务	(10,961)	(13,998)	63,339	0	0
支付股息	(2,770)	(1,424)	(1,424)	(719)	(719)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(13,418)	(15,422)	61,915	(719)	(719)
现金变动	278	(3,239)	(5,628)	(3,107)	15,776
期初现金	12,449	12,727	9,488	3,860	752
公司自由现金流	13,696	12,184	(67,543)	(2,388)	16,495
权益自由现金流	2,735	(1,814)	(4,204)	(2,388)	16,495

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	45.7	42.5	37.7	38.6	39.5
息税前利润率	15.1	11.5	7.2	5.6	6.7
税前利润率	16.7	21.9	7.9	5.8	6.4
净利率	4.6	11.4	1.9	1.3	1.5
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
利息覆盖率	6.8	7.0	7.2	3.6	3.2
净权益负债率(%)	29.3	10.6	42.9	43.1	34.8
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	19.9	8.0	46.2	65.4	55.5
核心业务市盈率	21.4	60.7	46.2	65.4	55.5
目标价对应核心业务市盈率	17.1	48.5	36.9	52.3	44.3
市净率	1.6	2.0	1.9	1.9	1.9
价格/现金流	3.6	1.5	3.3	2.0	2.1
企业价值/息税折旧前利润	4.2	4.7	6.2	6.0	5.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	10.5	7.2	4.5	4.6	4.4
应收帐款周转天数	28.5	25.7	22.4	21.5	21.1
应付帐款周转天数	110.3	132.0	141.1	135.4	136.9
<b>回报率(%)</b>					
股息支付率	20.6	8.3	24.1	34.1	28.9
净资产收益率	8.3	22.2	4.2	2.9	3.4
资产收益率	4.9	4.8	2.2	1.5	1.8
已运用资本收益率	9.4	7.2	4.2	3.0	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表 (红筹) (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	149,170	160,020	157,623	165,996	175,324
销售成本	(93,378)	(97,235)	(109,151)	(118,186)	(123,388)
经营费用	15,880	16,163	14,374	20,368	20,982
经营利润(息税前利润)	24,304	31,270	14,246	13,178	15,468
折旧及摊销	(47,369)	(47,678)	(48,600)	(55,000)	(57,450)
息税折旧前利润	71,673	78,948	62,846	68,178	72,918
净利息收入/(费用)	(3,001)	(2,172)	(1,350)	(2,400)	(3,300)
其他收益/(损失)	5,701	17,730	650	1,100	1,155
税前利润	27,004	46,828	13,546	11,878	13,323
所得税	(7,083)	(1,801)	(3,575)	(3,570)	(4,156)
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	19,920	45,026	9,970	8,308	9,166
核心净利润	15,209	14,332	9,970	8,308	9,166
每股收益(人民币)	0.839	1.894	0.423	0.353	0.389
核心每股收益(人民币)	0.640	0.603	0.423	0.353	0.389
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.100	0.100	0.100
收入增长(%)	n.a.	7	(1)	5	6
息税前利润增长(%)	n.a.	29	(54)	(7)	17
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	10	(20)	8	7
每股收益增长(%)	n.a.	126	(78)	(17)	10
核心每股收益增长(%)	n.a.	(6)	(30)	(17)	10

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (红筹) (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	12,714	9,476	4,272	2,390	19,966
应收帐款	15,328	11,014	12,933	12,418	13,718
库存	2,815	1,171	1,662	1,434	1,665
其他流动资产	1,318	14,459	1,350	3,549	2,845
流动资产总计	32,175	36,120	20,218	19,791	38,194
固定资产	276,110	283,912	345,312	360,312	352,862
无形资产	3,144	2,771	2,771	2,771	2,771
其他长期资产	25,802	24,892	31,679	31,679	31,679
长期资产总计	301,912	308,804	376,991	391,991	384,541
总资产	334,087	344,924	397,209	411,782	422,735
应付帐款	49,312	65,687	57,726	64,257	65,987
短期债务	45,848	27,208	20,780	20,780	20,780
其他流动负债	28,886	32,324	30,944	32,246	33,734
流动负债总计	124,046	125,219	109,450	117,283	120,501
长期借款	18,086	7,997	72,997	72,997	72,997
其他长期负债	13,439	4,998	4,998	4,998	4,998
股本	1,437	2,329	2,063	2,001	2,001
储备	177,075	204,381	207,656	214,438	222,164
股东权益	178,512	206,710	209,719	216,439	224,166
少数股东权益	4	0	0	0	0
总负债及权益	334,087	344,924	397,164	411,717	422,662
每股帐面价值(人民币)	13.09	8.70	8.90	9.19	9.51
每股有形资产(人民币)	12.86	8.58	8.78	9.07	9.40
每股净负债(现金)	3.76	1.08	3.80	3.88	3.13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (红筹) (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	27,004	46,828	13,546	11,878	13,323
折旧与摊销	47,369	47,678	48,600	55,000	57,450
净利息费用	3,001	2,172	1,350	2,400	3,300
运营资本变动	32,562	6,434	(3,610)	7,166	3,316
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(27,970)	(6,890)	(4,927)	(5,971)	(7,457)
经营活动产生的现金流	81,966	96,222	54,959	70,473	69,932
购买固定资产净值	(41,825)	(82,735)	(110,000)	(70,000)	(50,000)
投资减少/增加	147	0	(6,787)	0	0
其他投资现金流	(5,554)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(47,232)	(82,735)	(116,787)	(70,000)	(50,000)
净增权益	532	0	(1,962)	0	0
净增债务	(29,366)	(13,998)	63,339	0	0
支付股息	(5,885)	(2,727)	(4,754)	(2,356)	(2,356)
其他融资现金流	1,069	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(33,650)	(16,725)	56,624	(2,356)	(2,356)
现金变动	1,084	(3,238)	(5,204)	(1,883)	17,576
期初现金	11,630	12,714	9,476	4,272	2,390
公司自由现金流	34,734	13,487	(61,828)	473	19,932
权益自由现金流	5,368	(511)	1,511	473	19,932

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率(红筹)**

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	48.0	49.3	39.9	41.1	41.6
息税前利润率	16.3	19.5	9.0	7.9	8.8
税前利润率	18.1	29.3	8.6	7.2	7.6
净利率	13.4	28.1	6.3	5.0	5.2
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
利息覆盖率	7.4	13.0	9.5	5.3	4.4
净权益负债率(%)	28.7	12.4	42.7	42.2	32.9
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	10.0	4.4	19.7	23.7	21.5
核心业务市盈率	13.0	13.8	19.7	23.7	21.5
目标价对应核心业务市盈率	13.5	14.3	20.4	24.4	22.2
市净率	0.6	1.0	0.9	0.9	0.9
价格/现金流	2.4	2.1	3.6	2.8	2.8
企业价值/息税折旧前利润	2.2	2.7	4.4	4.1	3.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	11.0	7.5	4.7	4.8	4.6
应收帐款周转天数	37.5	25.1	29.9	27.3	28.6
应付帐款周转天数	120.7	149.8	133.7	141.3	137.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	13.7	10.6	23.6	28.4	25.7
净资产收益率(%)	11.2	23.4	4.8	3.9	4.2
资产收益率(%)	5.4	8.7	2.6	2.2	2.5
已运用资本收益率(%)	10.1	13.0	4.7	4.3	4.9

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