

2010年3月31日

建发股份

年报业绩超预期

买入

A

600153.SS - 人民币 13.95

目标价格: 人民币 17.32 (▲16.84)

周路

(8621) 6860 4866 分机 8587

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208040264

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	7.6	6.4	7.9	34.1
相对新华富时A50指数(%)	15.3	2.4	15.0	3.2

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,243
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	17,343
3个月日均交易额(人民币 百万)	183
2009年净负债比率(%)	126
主要股东(%)	
厦门建发集团有限公司	46

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

公司2009年主营业务收入同比增长8.96%至405.51亿元，净利润同比增长1.32%至10.64亿元，合每股收益0.856元，显著超出我们和市场的预期。公司拟每10股派发现金红利2.5元，同时以资本公积金每10股转增8股，分配方案较为优厚。我们将2010-11年每股收益预测上调18.6%和13.7%，并将目标价由16.84元提升至17.32元，重申买入的评级。

支撑评级的要点

- 2009年房地产销售和结算量均有显著增长。尽管结算毛利率有所下降，但2010年起将开始回升。同时公司新开工计划较为进取，2010-12年间的可售、可结转资源较为充足。
- 贸易板块表现显著优于大市，收入和毛利率均有所提升，体现了不凡的市场前瞻力和成本、风险控制能力。
- 配股若成功实施将加快公司房地产项目的开发进度，并显著降低负债率。
- 海西区域振兴计划具体政策的陆续出台，与台经贸往来的不断加强，将使公司的贸易、地产、港口、物流等业务全面收益。

评级面临的主要风险

- 地产行业政策紧缩和宏观经济疲软；出口受制于外需不振、贸易保护壁垒和汇率争端；大宗商品价格波动。

估值

- 目前公司无论是NAV绝对估值还是动态市盈率估值都较为低廉。我们将目标价由16.84元提升至17.32元，相当于2010年NAV平均或16.3倍的2010年市盈率。

图表1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	37,217	40,551	45,161	48,659	53,005
变动(%)	26	9	11	8	9
净利润(人民币 百万)	1,050	1,064	1,321	1,542	1,799
全面摊薄每股收益(人民币)	0.845	0.856	1.063	1.240	1.447
变动(%)	47.6	1.3	24.2	16.7	16.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.892	1.072	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.896	1.091	-
调整幅度(%)	-	-	18.6	13.7	-
核心每股收益(人民币)	0.845	0.856	1.063	1.240	1.447
变动(%)	47.6	1.3	24.2	16.7	16.7
全面摊薄市盈率(倍)	16.5	16.3	13.1	11.2	9.6
核心市盈率(倍)	16.5	16.3	13.1	11.2	9.6
每股现金流量(人民币)	0.28	(0.23)	(0.30)	1.71	3.71
价格/每股现金流量(倍)	49.7	(61.4)	(45.8)	8.2	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	14.9	12.6	10.5	7.6
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.319	0.372	0.434
股息率(%)	1.8	1.8	2.3	2.7	3.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

调整目标价格

结合公司年报情况和新近收购的天津项目，我们更新了财务模型。由于公司供应链运营业务的表现好于预期，我们将其2010-11年每股盈利预测分别调升18.6%和13.7%至1.063元和1.240元。预计公司2009-12年的收入和净利润复合增长率分别达9.3%和19.1%，毛利率和净利率在2010-12年间也将稳步提升。我们同时将2009年和2010年NAV分别小幅调升1.0%和2.8%至15.22元和17.32元。模型的关键假设如下：

图表2.公司房地产开发业务主要指标

	2010E	2011E	2012E
预售面积(平方米)	695,117	962,823	1,051,888
预售收入(百万元)	5,883	8,045	11,381
预售均价(元/平方米)	8,463	8,356	10,819
结算面积(平方米)	728,171	896,317	892,898
结算收入(百万元)	5,886	7,324	9,457
结算均价(元/平方米)	8,084	8,171	10,591
结算毛利率(%)	40.7	41.7	46.7

资料来源：公司数据，中银国际研究

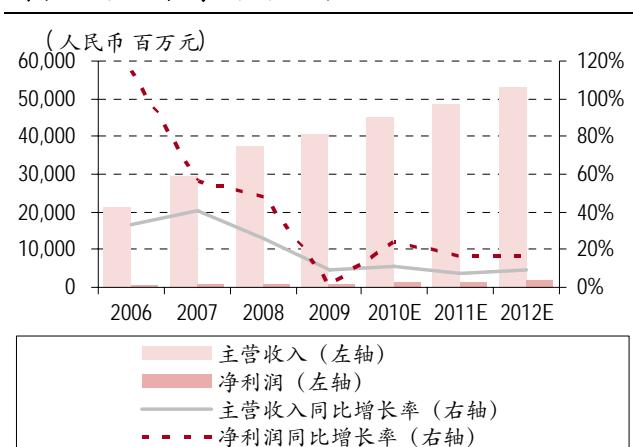
图表3.公司贸易板块主要指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入(百万元)	26,800	31,753	34,292	37,721	39,607	41,588
同比增长(%)	37.9	18.5	8.0	10.0	5.0	5.0
毛利率(%)	3.29	4.06	4.84	4.70	4.70	4.70
净利率(%) [*]	1.07	0.98	1.56	1.69	1.71	1.73
净利润(百万元) *	287	312	535	637	677	717
对应每股盈利(元)	0.231	0.251	0.430	0.512	0.545	0.577

资料来源：公司数据，中银国际研究

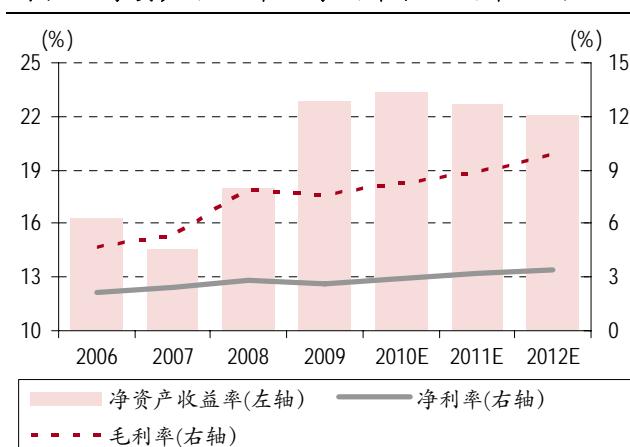
*净利润、净利率均为推算、预测值

图表4.收入和净利润预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表5.净资产收益率、净利率和毛利率预测



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 6. 净资产估值(单位: 百万元, 百万股, 元)

	估值方法	2009E			2010E		
		评估值	评估毛资产值占比%	每股评估价值	评估值	评估毛资产值占比%	每股评估价值
开发物业		7,866	28	6.33	9,426	29	7.58
厦门	现金流折现	1,651	6	1.33	1,780	5	1.43
福州	现金流折现	257	1	0.21	61	0	0.05
漳州	现金流折现	308	1	0.25	87	0	0.07
上海	现金流折现	1,849	7	1.49	1,684	5	1.35
长沙	现金流折现	696	2	0.56	580	2	0.47
武汉	现金流折现	114	0	0.09	449	1	0.36
成都	现金流折现	1,218	4	0.98	1,467	5	1.18
重庆	现金流折现	878	3	0.71	1,636	5	1.32
南昌	现金流折现	168	1	0.14	1	0	0.00
南宁	现金流折现	549	2	0.44	498	2	0.40
桂林	现金流折现	165	1	0.13	(26)	0	(0.02)
天津	现金流折现	13	0	0.01	1,209	4	0.97
厦门一级开发	现金流折现	2,329	8	1.87	2,513	8	2.02
投资物业		4,268	15	3.43	4,742	15	3.81
厦门	资本化率	2,970	11	2.39	3,264	10	2.63
南昌	资本化率	786	3	0.63	939	3	0.76
桂林	资本化率	513	2	0.41	539	2	0.43
贸易板块	20倍市盈率	10,693	38	8.60	12,731	39	10.24
股权投资等	账面值溢价	1,530	5	1.23	1,607	5	1.29
现金	账面值	1,377	5	1.11	1,468	5	1.18
评估毛资产值		28,064	100	22.57	32,486	100	26.13
有息负债	账面值	(9,145)		(7.36)	(10,960)		(8.82)
评估净资产值		18,919			21,526		
股本		1,243			1,243		
每股净资产值				15.22			17.32

资料来源：中银国际研究

目前公司股价对 2010 年 NAV 折让 19.4%，2010-11 年市盈率分别为 13.1 倍和 11.2 倍，均显著低于地产板块的平均水平，估值优势明显。公司供应链运营和房地产开发两大主业优势互补，且均卓有建树，业务模式较为独特。随着海西区域振兴计划具体政策的陆续出台，与台经贸往来的不断加强，公司的贸易、地产、港口、物流等业务将全面收益，成为海西板块最具代表性的投资标的。我们将目标价由 16.84 元提升至 17.32 元，相当于 2010 年 NAV 平价或 16.3 倍的 2010 年市盈率，重申买入的投资评级。

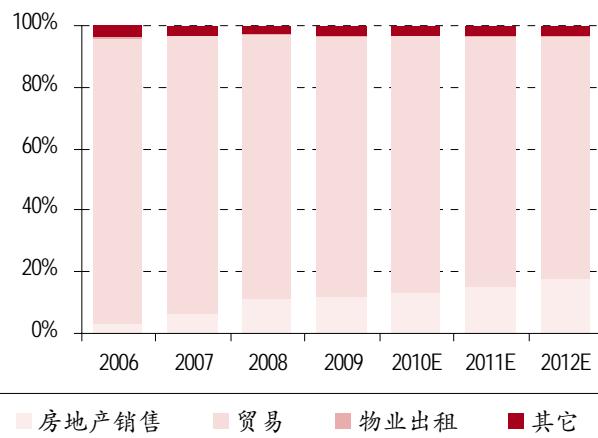
2009 年业绩概览

公司 2009 年主营业务收入同比增长 8.96% 至 405.51 亿元，净利润同比增长 1.32% 至 10.64 亿元，合每股收益 0.856 元，较我们预测高出 19.7%，较市场一致预测高出 24.8%。公司房地产板块的营收基本符合我们的预期，供应链运营板块的突出表现是全年业绩超预期的主要原因。公司拟每 10 股派发现金红利 2.5 元，同时以资本公积金每 10 股转增 8 股，分配方案也优于市场预期。从业务分部来看，房地产板块和贸易板块分别占当年收入的 12.5% 和 84.6%，以及毛利润的 48.5% 和 46.0%。预计未来几年，房地产板块收入和毛利占比逐渐上升的态势还将延续。公司还确定了 2010 年完成营业收入 400 亿元的经营目标（其中贸易物流 350 亿），各项成本和费用将控制在 390 亿元左右。我们认为这一经营目标偏稳健保守，超额完成的可能性很大。

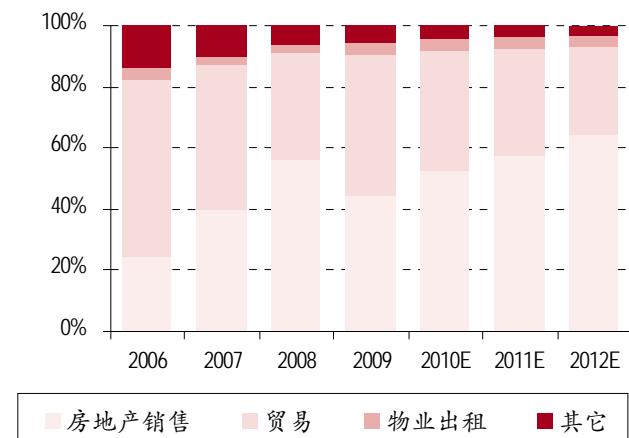
图表 7. 2009 年业绩摘要

(人民币 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
营业收入	37,217	40,551	9
营业成本	(33,490)	(36,942)	10
营业税金及附加	(805)	(521)	(35)
毛利润	2,922	3,089	6
销售费用	(975)	(1,311)	34
管理费用	(126)	(135)	7
营业利润	1,821	1,643	(10)
财务费用	(22)	(71)	222
投资收益	98	88	(11)
其他	(136)	(3)	(98)
税前利润	1,761	1,657	(6)
所得税	(286)	(331)	16
少数股东权益	(425)	(262)	(38)
净利润	1,050	1,064	1
主要比率 (%)			
毛利润率	8	8	
经营利润率	5	4	
净利润率	3	3	

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 8. 公司历年各业务收入占比


资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 9. 公司历年各业务毛利占比


资料来源：公司数据，中银国际研究

房地产业务分析

目前公司共拥有联发集团、建发房产两大具有一级资质的地产开发平台，项目分布于 12 个城市，除上海外均为二三线城市，实现了立足福建，辐射全国的业务布局。报告期内，联发集团全年新开工面积 27 万平方米，竣工面积 21 万平方米；营业收入同比增长 90.1% 至 28.71 亿元，净利润同比增长 40.8% 至 2.59 亿元；签约销售总面积同比增长 218% 至 31.19 万平方米，签约销售总收入同比增长 248% 至 20.60 亿元；账面确认销售面积同比增长 148% 至 30.62 万平方米，账面确认销售收入同比增长 163% 至 18.80 亿元。截至 2009 年底，联发集团尚有 3.30 万平方米已销售但未结算，合同金额总计 2.98 亿元。当年公司新增项目四个，按权益计算的项目建筑面积达 107 万平米，新增项目的土地价款 33.14 亿元。计划 2010 年新开工面积约 69 万平方米，竣工面积约 28 万平方米。

图表 10. 联发集团 2009 年物业销售和结算情况

地区	签约销售面积 (万平方米)		签约销售金额 (亿元)		账面确认销售面 积(万平方米)		账面确认销售收 入(亿元)	
	面积	占比(%)	金额	占比(%)	面积	占比(%)	金额	占比(%)
厦门地区	11.14	35.72	12.47	60.53	10.19	33.28	10.85	57.71
南昌地区	9.53	30.55	4.37	21.21	8.97	29.29	3.98	21.17
南宁地区	7.79	24.98	2.85	13.83	7.13	23.29	2.53	13.46
桂林地区	2.73	8.75	0.91	4.42	4.33	14.14	1.44	7.66
总计	31.19	100.00	20.6	100.00	30.62	100.00	18.8	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

报告期内，建发房产全年新开工面积 14.89 万平方米，竣工面积为 33.56 万平方米；实现营业收入 29.91 亿元，比上年同期减少 10.22%，净利润 5.23 亿元，比上年同期减少 41.5%；全年签约销售总面积同比增加 158.26% 至 34.86 万平方米，签约销售总收入同比增加 129.62% 至 23.16 亿元；账面确认销售面积同比增加 65.73% 至 48.76 万平方米，账面确认销售收入同比减少 10.77% 至 29.21 亿元；截至 2009 年底，建发房产尚有 5.44 万平方米已销售但未竣工结算，合同金额总计 7.28 亿元。报告期内，公司新增土地储备按权益计算的项目建筑面积达 38.38 万平方米，新增项目的土地价款合计 16.67 亿元。计划 2010 年新开工面积约 63.56 万平方米，竣工面积约 6.12 万平方米。

图表 11. 建发房产 2009 年物业销售和结算情况

地区	签约销售面积 (万平方米)		签约销售金额 (亿元)		账面确认销售面 积(万平方米)		账面确认销售收 入(亿元)	
	面积	占比(%)	金额	占比(%)	面积	占比(%)	金额	占比(%)
厦门地区	7.37	21.14	7.9	34.12	7.49	15.37	8.08	27.67
漳州地区	16.21	46.51	6.99	30.19	24.58	50.41	10.31	35.30
福州地区	2.79	8.02	3.79	16.37	2.45	5.02	3.31	11.33
长沙地区	8.48	24.33	4.47	19.31	14.24	29.20	7.51	25.70
合计	34.86	100.00	23.16	100.00	48.76	100.00	29.21	100.00

资料来源：公司数据，中银国际研究

总体而言，公司成功把握了 2009 年楼市回暖的机会，当年的销售和结算面积均有明显提升，并以较为合理的价格补充了多幅优质地块。由于结算项目的分布区域更广，且很大一部分为 2008 年下半年和 2009 年初楼市较为低迷时让利促销，因此结算毛利率（税金前）由 2008 年的 48.75% 下滑至 2009 年的 32.95%，我们预计该指标在 2010 年将重回 40% 以上。公司 2010 年的计划新开工面积较 2009 年增加约 216%，其 2010-12 年间的可售、可结算资源较有保障。

供应链运营业务分析

受益于全球经济回暖和国内实体经济复苏带来的对大宗商品的需求回升，公司贸易板块的经营情况在 2009 年逐季改善。全年贸易物流业务实现营业收入 345 亿元，比上年增长 8%；其中，进出口总额 23.9 亿美元，与上年同比增加 5.29%。税后净利润超 5 亿元，创历史最好水平。具体而言，进出口贸易收入同比增长 9.92% 至 175.50 亿元，国内贸易收入同比增长 6.05% 至 167.42 亿元，物流收入同比减少 43.64% 至 2.09 亿元；毛利率方面，贸易板块整体毛利率提升 0.78 个百分点至 4.84%，其中进出口贸易下滑 0.35 个百分点至 3.57%，国内贸易上升 1.96 个百分点至 6.17%；物流服务毛利率上升 7.20 个百分点至 24.20%。总体来看，公司的贸易板块 2009 年表现显著优于大市，体现了公司突出的市场前瞻力和较强的成本和风险控制能力。

图表 12. 公司贸易物流板块细分

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
进出口贸易						
收入(百万元)	11,087	11,177	11,058	14,397	15,967	17,550
同比增长(%)		0.8	(1.1)	30.2	10.9	9.9
毛利率(%)	3.01	2.22	3.56	3.40	3.92	3.57
国内贸易						
收入(百万元)	2,530	3,713	8,372	12,403	15,786	16,742
同比增长(%)		46.8	125.5	48.1	27.3	6.1
毛利率(%)	2.15	3.46	2.64	3.16	4.21	6.17
物流服务						
收入(百万元)	160	220	227	287	371	209
同比增长(%)		37.5	3.3	26.5	29.4	(43.6)
毛利率(%)	16.01	14.08	17.78	17.58	17.00	24.20

资料来源：公司数据，中银国际研究

财务分析

2009 年公司营业费用率攀升 0.61 个百分点至 3.23%，管理费用率微降 0.01 个百分点至 0.33%，财务费用率上升 0.12 个百分点 0.18%。总体来看公司的成本控制能力较强，但随着费用率较高的房地产业务收入占比的不断提升，预计未来几年的三项费用率仍将呈现小幅上升的势头。

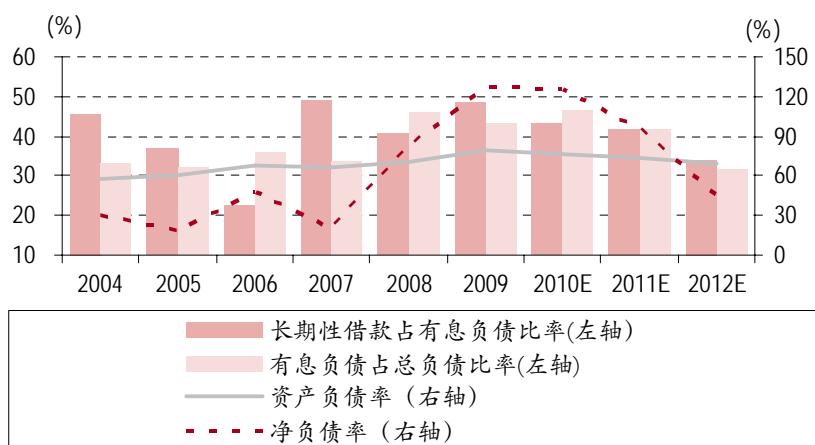
图表 13. 历年三项费用率



资料来源：公司数据，中银国际研究

由于公司的供应链运营业务逐渐向纵向、横向延伸，且地产开发和购地规模不断扩大，公司 2009 年银行借款有所上升，并通过旗下的建发房产发行总额 6.3 亿元的公司债。期末资产负债率由 2008 年底的 70.11% 上升至 78.67%，净负债率（含限制性存款）由 81.80% 上升至 126.36%。尽管公司的地产和贸易业务均为高杠杆经营，但负债率仍属偏高水平。不过公司作为地方实力国企，融资渠道较为通畅，实际财务风险并不高。此外，公司是证监会放缓地产行业再融资审批后首批报送材料的上市公司之一，其不超过 24 亿元的配股申请有望在再融资开闸后较早获得批复。一旦配股在 2010 年成功实施，其资产负债率和净负债率将分别由 76.99% 和 126.11% 降至 71.38% 和 68.53%，财务结构和抗风险能力将明显优化。我们预计配股完成后公司向集团收购建发房产剩余的 45.346% 股权事宜将提上日程，并很有可能继续采取现金收购的方式以避免股权摊薄。

图表 14. 历年负债结构和负债率（未考虑配股实施）



资料来源：公司数据，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	37,217	40,551	45,161	48,659	53,005
销售成本	(34,294)	(37,462)	(41,440)	(44,334)	(47,775)
经营费用	(973)	(1,330)	(1,485)	(1,661)	(1,933)
息税折旧前利润	1,949	1,758	2,237	2,664	3,298
折旧及摊销	(128)	(116)	(92)	(89)	(89)
经营利润(息税前利润)	1,821	1,643	2,145	2,575	3,209
净利润收入/(费用)	(22)	(71)	(101)	(132)	(144)
其他收益/(损失)	(38)	85	70	70	70
税前利润	1,761	1,657	2,114	2,513	3,135
所得税	(286)	(331)	(486)	(603)	(784)
少数股东权益	(425)	(262)	(307)	(368)	(553)
净利润	1,050	1,064	1,321	1,542	1,799
核心净利润	1,050	1,064	1,321	1,542	1,799
每股收益(人民币)	0.845	0.856	1.063	1.240	1.447
核心每股收益(人民币)	0.845	0.856	1.063	1.240	1.447
每股股息(人民币)	0.250	0.250	0.319	0.372	0.434
收入增长(%)	26	9	11	8	9
息税前利润增长(%)	143	(10)	31	20	25
息税折旧前利润增长(%)	125	(10)	27	19	24
每股收益增长(%)	48	1	24	17	17
核心每股收益增长(%)	48	1	24	17	17

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物*	1,562	1,377	1,468	1,056	1,968
应收帐款	801	966	1,160	1,218	1,279
库存	11,649	13,501	15,680	16,790	16,689
其他流动资产	3,265	6,229	7,130	7,505	7,903
流动资产总计	17,277	22,073	25,438	26,568	27,838
固定资产	3,421	2,400	2,810	3,182	3,357
无形资产	682	239	236	233	231
其他长期资产	1,297	2,174	2,157	2,145	2,137
长期资产总计	5,400	4,813	5,203	5,560	5,725
总资产	22,677	26,886	30,641	32,128	33,562
应付帐款	3,265	6,382	6,701	6,902	6,971
短期债务	4,351	4,719	6,240	5,740	4,840
其他流动负债	5,170	5,602	5,906	6,779	8,755
流动负债总计	12,785	16,703	18,847	19,421	20,566
长期借款	2,983	4,426	4,720	4,120	2,520
其他长期负债	131	23	23	23	23
股本	1,243	1,243	1,243	1,243	1,243
储备	4,609	3,404	4,414	5,559	6,895
股东权益	5,853	4,647	5,657	6,803	8,139
少数股东权益	925	1,087	1,394	1,762	2,315
总负债及权益	22,677	26,886	30,641	32,128	33,562
每股帐面价值(人民币)	4.71	3.74	4.55	5.47	6.55
每股有形资产(人民币)	4.16	3.55	4.36	5.28	6.36
每股净负债/(现金)(人民币)	4.64	6.25	7.64	7.08	4.34

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*出于现金流量表和资产负债表匹配考虑, 这些指标均未含限制性存款

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	1,761	1,657	2,114	2,513	3,135
折旧与摊销	128	116	92	89	89
净利息费用	22	71	101	132	144
运营资本变动	(1,520)	(1,821)	(2,651)	(469)	1,688
税金	(296)	(332)	(486)	(603)	(784)
其他经营现金流	254	27	452	464	337
经营活动产生的现金流	349	(282)	(379)	2,126	4,609
购买固定资产净值	(835)	(487)	(482)	(446)	(253)
投资减少/增加	(277)	(735)	0	0	0
其他投资现金流	125	14	70	70	70
投资活动产生的现金流	(987)	(1,208)	(412)	(376)	(183)
净增权益	23	302	0	0	0
净增债务	66	2,041	1,815	(1,100)	(2,500)
支付股息	(207)	(311)	(311)	(396)	(462)
其他融资现金流	(445)	(719)	(623)	(666)	(551)
融资活动产生的现金流	(563)	1,313	881	(2,163)	(3,514)
现金变动	(1,201)	(178)	91	(412)	912
期初现金*	2,558	1,562	1,377	1,468	1,056
公司自由现金流	(638)	(1,491)	(790)	1,751	4,426
权益自由现金流	(1,017)	(166)	402	(16)	1,375

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.2	4.3	5.0	5.5	6.2
息税前利润率(%)	4.9	4.1	4.7	5.3	6.1
税前利润率(%)	4.7	4.1	4.7	5.2	5.9
净利率(%)	2.8	2.6	2.9	3.2	3.4
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	30.1	19.0	18.6	17.8	20.1
净权益负债率(%)*	85.2	135.5	134.6	102.8	51.6
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
估值					
市盈率(倍)	16.5	16.3	13.1	11.2	9.6
核心业务市盈率(倍)	16.5	16.3	13.1	11.2	9.6
目标价对应市盈率(倍)	20.5	20.2	16.3	14.0	12.0
市净率(倍)	3.0	3.7	3.1	2.5	2.1
价格/现金流(倍)	49.7	(61.4)	(45.8)	8.2	3.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	14.9	12.6	10.5	7.6
周转率					
存货周转天数	86.7	122.5	128.5	133.7	127.9
应收帐款周转天数	9.5	8.0	8.6	8.9	8.6
应付帐款周转天数	26.8	43.4	52.9	51.0	47.8
回报率					
股息支付率(%)	29.6	29.2	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	19.5	20.3	25.6	24.7	24.1
资产收益率(%)	8.0	5.3	5.7	6.2	7.3
已运用资本收益率(%)	16.4	11.4	13.1	14.2	17.8

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 2010 年 3 月 29 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，豁免批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据的邀請，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 Advisers 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