

2010年4月14日

# 招商银行

## 业绩超预期

**A**  
**买入**  
 600036.SS - 人民币 16.14  
 目标价格: 人民币 20.40 (▲17.93)

**H**  
**买入**  
 3968.HK - 港币 20.85  
 目标价格: 港币 23.50 (▲22.00)

袁琳, CFA\*

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

### 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(%)	(6)	6	5	35
相对新华富时A50指数(%)	2	2	7	13

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)	21,577
流通股(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	285,214
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,142
主要股东(%)	
招商局轮船股份公司	18

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*孙鹏为本报告重要贡献者

### 中银国际证券有限责任公司

招商银行公告 09 财年股东应占净利润 182 亿人民币, 同比下滑 13.5%, 但比我们的预测高出 7.3%, 这主要是由于净利息收入高于预期且拨备低于预期。我们预计, 鉴于招行的资产久期较短以及其提升定价能力的战略, 该行净息差快速回升, 因此我们将 2010 年盈利预测上调 20%。考虑到招行零售银行业务的长期发展前景及其高于同业水平的净资产收益率, 我们维持对该股的买入评级, 并上调了目标价。

### 支撑评级的要点

- 我们预计, 由于活期存款占比较大以及贴现票据占比高于平均水平, 因此招行净息差的扩大幅度要大于其他银行。招行相对强大且稳定的存款基数减轻了资金和流动性压力;
- 2010 年 1 季度业务好于预期(同比增长 40%左右);
- 配股计划已经完成, 为公司提供了更加强大的资本基础;
- 拨备覆盖率上升至 246.7%, 有助于控制信用成本。

### 影响评级的主要风险

- 零售银行业务盈利能力下滑以及未来宏观经济形势再次恶化。

### 估值

- 目前, 招商银行 A 股股价对应 2.64 倍 2010 年预测市净率和 2.2 倍 2011 年预测市净率; H 股股价对应 3.0 倍 2010 年预测市净率和 2.5 倍 2011 年预测市净率。考虑配股的摊薄效应后, 我们将 2010 年和 2011 年每股收益预测分别上调至 1.08 元和 1.41 元。我们还将 A 股和 H 股目标价分别由 17.93 元和 22.00 港币上调至 20.40 元和 23.50 港币。

### 图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净息收入(人民币 百万)	46,885	40,364	53,683	64,876	76,673
净利润(人民币 百万)	21,077	18,235	21,466	24,609	28,096
完全摊薄每股收益(人民币 元)	1.102	0.954	0.995	1.141	1.302
变动(%)	38.3	(13.5)	4.3	14.6	14.2
市盈率(倍)	14.6	16.9	16.2	14.2	12.4
每股净资产值(人民币 元)	5.4	4.9	6.1	7.0	8.1
市净率(倍)	3.0	3.3	2.6	2.3	2.0
净资产收益率(%)	28.6	21.2	19.1	17.3	17.2
每股股息(人民币 元)	0.400	0.237	0.182	0.215	0.260
股息收益率(%)	2.5	1.5	1.1	1.3	1.6

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 &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.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)



### 股价表现 (H股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	9	7	13	99
相对恒生中国企业指数(%)	9	2	10	54

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)	21,577
流通股(%)	18
流通股市值(港币百万)	81,427
3个月日均交易额(港币百万)	516

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净息收入 (人民币百万)	46,885	40,364	55,254	70,148	84,519
净利润	21,077	18,235	23,226	30,424	35,190
完全摊薄每股收益 (人民币元)	1.102	0.954	1.076	1.410	1.631
增长率(%)	38.3	(13.5)	12.9	31.0	15.7
市盈率(倍)	16.6	19.2	17.0	13.0	11.2
每股净资产值 (人民币元)	5.4	4.9	6.2	7.3	8.6
市净率(倍)	3.4	3.8	3.0	2.5	2.1
净资产收益率(%)	28.6	21.2	20.5	20.9	20.5
每股股息 (人民币元)	0.400	0.237	0.201	0.276	0.324
股息收益率(%)	2.2	1.3	1.1	1.5	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 09年全年业绩摘要

招商银行公告09财年股东应占净利润182亿人民币, 同比下滑13.5%, 但比我们的预测高出7.3%, 这主要是由于净利息收入高于预期且拨备低于预期。尽管招行09年净利息收入同比下降13.9%, 但公司实现了大量投资收益, 因此经营收入仅同比下滑7%。拨备下降42%, 但拨备覆盖率仍由223.3%上升至246.7%。09年4季度, 招行录得51.6亿人民币净利润, 环比增长7%, 这主要是由于净息差强劲回升。

### 图表 2. 业绩摘要

(人民币百万)	2009	2008	同比变动%	09年3季度	09年4季度	环比变动%
净利息收入	40,364	46,885	(13.9)	10,384	11,357	9.4
手续费收入	7,993	7,744	3.2	2,136	1,815	(15.0)
其他收入	3,089	679	354.9	639	442	(30.8)
总经营收入	51,446	55,308	(7.0)	13,159	13,614	3.5
营业费用	(23,433)	(20,446)	14.6	(5,940)	(6,910)	16.3
拨备前经营利润	28,013	34,862	(19.6)	7,219	6,704	(7.1)
拨备	(2,971)	(5,154)	(42.4)	(132)	(236)	78.8
拨备后利润	25,042	29,708	(15.7)	7,087	6,468	(8.7)
营业税	(3,129)	(3,296)	(5.1)	(822)	(850)	3.4
非经营收入	471	347	35.7	14	309	2,107.1
税前利润	22,384	26,759	(16.3)	6,279	5,927	(5.6)
企业所得税	(4,149)	(5,813)	(28.6)	(1,463)	(770)	(47.4)
净利润	18,235	20,946	(12.9)	4,816	5,157	7.1
少数股东权益	0	131	(100.0)	0	0	-
可分配净利润	18,235	21,077	(13.5)	4,816	5,157	7.1

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

### 图表 3. 中银国际预测与实际业务之间的差异

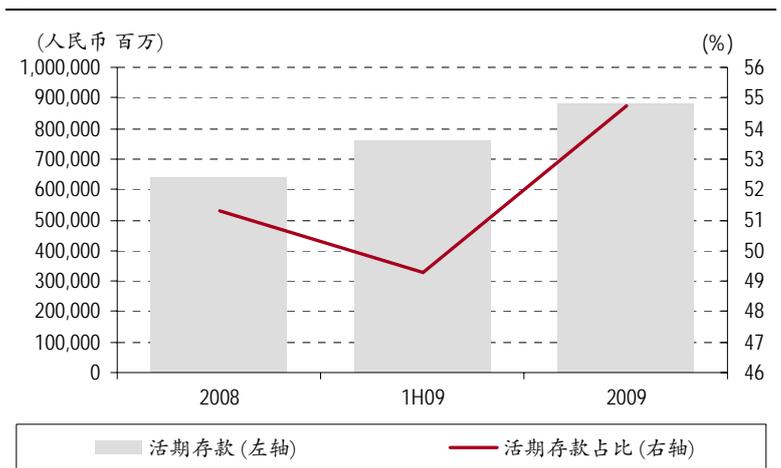
(人民币百万)	2009	2009E	差异(%)
净利息收入	40,364	38,828	4.0
手续费收入	7,993	9,121	(12.4)
其他收入	3,089	3,110	(0.7)
总经营收入	51,446	51,059	0.8
营业费用	(23,433)	(21,894)	7.0
拨备前经营利润	28,013	29,164	(3.9)
拨备	(2,971)	(4,572)	(35.0)
拨备后利润	25,042	24,592	1.8
营业税	(3,129)	(3,180)	(1.6)
非经营收入	471	482	(2.3)
税前利润	22,384	21,894	2.2
企业所得税	(4,149)	(4,765)	(12.9)
净利润	18,235	17,129	6.5
少数股东权益	0	(138)	n.m
可分配净利润	18,235	16,991	7.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

## 预计净息差进一步恢复

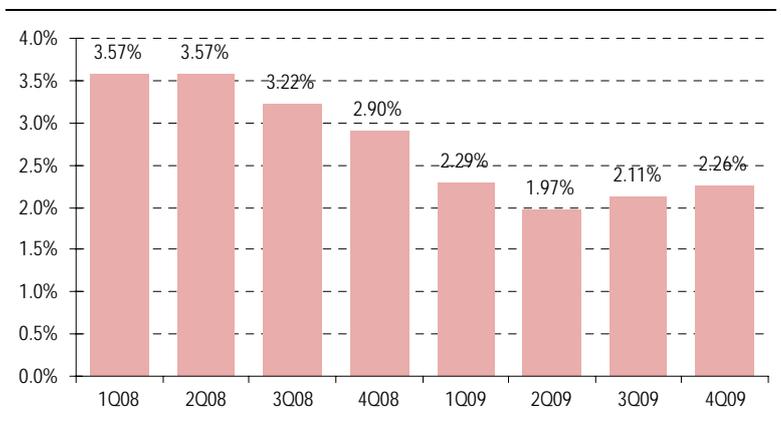
虽然 2009 年招商银行的净息差大幅缩水,但是下半年净息差恢复较为强劲。3、4 季度,该行净息差分别提升 14 和 15 个基点。由于从市场利率提高中受益更多,因此我们预计 2010 年招行将拥有相对于同业更好的净息差表现。到 2009 年末,贴现票据依然占贷款总额的 8.7%(平均水平约为 6%),因此该行将受益于贴现票据收益率反弹。此外,管理层将继续改善其定价能力。而且,我们注意到在 2009 年末,招行的活期存款占存款总额的 54.6%,超过 09 年上半年末的 49.3%。这将有助于该行在可能加息的环境下降低存款成本。

图表 4. 活期存款占比



资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

图表 5. 净息差变动



资料来源: 公司数据、中银国际研究预测

## 1 季度业绩超预期

招商银行发布 2010 年 1 季度业绩快报，其中归属于股东净利润同比增长 40%至 59 亿人民币，比我们预期高出 12%，可能是因为净息差恢复优于预期及费用低于预期。该行同时宣布到 1 季度末，不良贷款率从 2009 年末的 0.82%降至 0.74%。在配股发行完成后，1 季度末招行的总资本充足率达到 11.4%。

## 拨备覆盖率提高

到 2009 年末，招行的拨备覆盖率从上半年末的 241%提高至 247%。下半年不良贷款率从 0.86%降至 0.82%，同时不良贷款余额也减少 1.92 亿人民币至 97.32 亿人民币。我们认为拨备覆盖率较高有助于未来数年招行降低信贷成本。

## 估值

由于资产久期较短，且该行一直积极改善定价能力，因此预计净息差表现较好，我们将 2010 年利润预测上调 20%。考虑配股发行的摊薄影响后，我们将 2010-11 年每股收益预测分别上调至 1.08 元和 1.41 元。我们将 A 股和 H 股的目标价格分别从 17.93 元和 22.00 港币上调至 20.40 元和 23.50 港币，维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万) — A 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	46,885	40,364	53,683	64,876	76,673
净手续费及佣金收入	7,744	7,993	9,681	10,649	11,155
其他非息收入	679	3,089	967	766	606
营业收入	55,308	51,446	64,331	76,292	88,434
营业费用	(20,446)	(23,433)	(25,945)	(28,120)	(32,807)
拨备前经营利润	34,862	28,013	38,386	48,171	55,627
贷款损失准备	(3,703)	(3,073)	(6,655)	(11,411)	(13,577)
其他风险准备	(1,451)	102	(372)	(389)	(406)
营业利润	29,708	25,042	31,359	36,371	41,644
非经常性项目	347	471	48	48	48
来自联营公司的利润	0	0	120	120	120
税前利润	30,055	25,513	31,527	36,539	41,812
营业税	(3,296)	(3,129)	(4,076)	(5,154)	(6,103)
所得税	(5,813)	(4,149)	(5,985)	(6,775)	(7,614)
税后利润	20,946	18,235	21,466	24,609	28,096
少数股东损益	131	0	0	0	0
净利润	21,077	18,235	21,466	24,609	28,096
+/-%	38	(13)	18	15	14

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) — A 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>					
现金及等价物	6,928	7,613	8,374	9,212	10,133
银行间贷款	361,139	478,679	567,981	648,801	714,703
短期投资	2,287	999	964	929	894
总客户贷款	874,362	1,185,822	1,424,544	1,660,063	1,866,729
减: 拨备	(21,608)	(24,005)	(29,186)	(38,778)	(50,622)
长期投资	307,532	375,386	436,458	512,780	608,182
于联营公司权益	1,029	1,153	1,268	1,395	1,535
净固定资产	11,676	12,519	12,167	11,629	10,347
其他资产	0	0	0	0	0
总资产	1,571,797	2,067,941	2,452,937	2,836,986	3,193,443
<b>负债及权益</b>					
客户存款	1,250,648	1,608,146	1,906,039	2,221,163	2,497,682
存放同业其他贷款	165,916	265,119	297,727	336,200	381,921
存放同业其他贷款	0	0	0	0	0
总贷款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
总负债	1,492,016	1,975,158	2,320,857	2,684,938	3,018,908
普通股股本(面值)	14,707	19,119	21,577	21,577	21,577
储备(包括股本溢价)	39,089	41,541	68,274	76,306	84,373
留存盈利	25,719	32,123	42,230	54,165	68,586
总股东权益	79,515	92,783	132,080	152,048	174,535
少数股东权益	266	0	0	0	0
已运用资本	79,781	92,783	132,080	152,048	174,535
总负债及权益	1,571,797	2,067,941	2,452,937	2,836,986	3,193,443

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) — A 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	20,946	18,235	21,466	24,609	28,096
非现金项目	8,258	(1,761)	7,653	12,282	15,309
其他变动	0	0	0	0	0
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	3,383	30,696	14,860	47,742	61,402
经营产生的现金流	32,587	47,170	43,979	84,634	104,807
投资及融资回报	(4,206)	(1,474)	(3,930)	(4,641)	(5,608)
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	28,381	45,696	40,049	79,992	99,198
投资	(51,263)	(44,683)	(63,737)	(79,028)	(98,138)
自由现金流	(22,882)	1,013	(23,688)	964	1,061
收购	0	0	(115)	(127)	(140)
投资者可用现金	(22,882)	1,013	(23,803)	837	921
融资活动产生的净现金	23,429	(328)	24,025	0	0
现金增(减)	547	685	221	837	921

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	5.1	3.7	3.8	4.1	4.1
资金成本	1.9	1.5	1.5	1.7	1.7
利差	3.2	2.2	2.3	2.3	2.4
净息差	3.3	2.3	2.4	2.5	2.6
其他收入总收入	15.2	21.5	16.6	15.0	13.3
成本收入比	37.0	45.5	40.3	36.9	37.1
有效税率	30.3	28.5	31.9	32.6	32.8
<b>增长</b>					
贷款增长率	29.9	35.6	20.1	16.5	12.4
存款增长率	32.5	28.6	18.5	16.5	12.4
资产增长率	19.9	31.6	18.6	15.7	12.6
可持续增长率	49.7	38.8	37.7	35.9	34.4
<b>流动性</b>					
贷存比	69.9	73.7	74.7	74.7	74.7
贷款/付息资金	60.0	62.0	63.4	63.8	63.9
贷款/总资产	55.6	57.3	58.1	58.5	58.5
核心负债/总负债	66.6	63.1	63.5	63.3	62.7
超额准备金率	3.7	2.2	4.0	4.0	4.0
<b>资产质量</b>					
不良贷款	1.1	0.8	0.9	1.1	1.4
一般拨备率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
专项准备覆盖率	116.9	102.6	95.4	102.1	104.5
总拨备覆盖率	223.3	246.7	231.4	213.9	189.5
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	5.1	4.5	5.4	5.4	5.5
盈余资本	3.5	2.6	3.7	3.3	3.0
总资本充足率	11.5	10.6	11.7	11.3	11.0
一级资本充足率	6.6	6.6	8.0	7.9	7.9
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.5	1.0	0.9	0.9	0.9
净资产收益率	28.6	21.2	19.1	17.3	17.2
已运用资本收益率	28.5	21.1	19.1	17.3	17.2
结构性已运用资本收益率	32.1	21.9	21.1	20.6	20.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**损益表 (人民币 百万) — H 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	46,885	40,364	55,254	70,148	84,519
净手续费及佣金收入	7,744	7,993	9,681	10,649	11,155
其他非息收入	1,026	3,560	2,445	2,331	1,774
营业收入	55,655	51,917	67,381	83,128	97,447
营业费用	(20,446)	(23,433)	(26,995)	(30,386)	(35,563)
拨备前经营利润	35,209	28,484	40,386	52,742	61,884
贷款损失准备	(3,703)	(3,073)	(6,129)	(7,933)	(9,933)
其他风险准备	(1,451)	102	(372)	(389)	(406)
营业利润	30,055	25,513	33,885	44,420	51,546
非经常性项目	0	0	120	120	120
来自联营公司的利润	0	0	0	0	0
税前利润	30,055	25,513	34,005	44,540	51,666
营业税	(3,296)	(3,129)	(4,207)	(5,403)	(6,498)
所得税	(5,813)	(4,149)	(6,571)	(8,714)	(9,978)
税后利润	20,946	18,235	23,226	30,424	35,190
少数股东损益	131	0	0	0	0
净利润	21,077	18,235	23,226	30,424	35,190
+/-%	38	(13)	27	31	16

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) — H 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>					
现金及等价物	6,928	7,613	8,374	9,212	10,133
银行间贷款	361,139	478,679	594,269	681,324	775,716
短期投资	2,287	999	964	929	894
总客户贷款	874,362	1,185,822	1,423,470	1,657,389	1,920,737
减: 拨备	(21,608)	(24,005)	(28,660)	(34,774)	(42,973)
长期投资	307,532	375,386	437,458	514,780	610,682
于联营公司权益	1,029	1,153	1,268	1,395	1,535
净固定资产	11,676	12,519	12,167	11,629	10,347
其他资产	16,473	17,700	18,291	18,881	19,469
<b>总资产</b>	<b>1,571,797</b>	<b>2,067,941</b>	<b>2,479,676</b>	<b>2,872,839</b>	<b>3,318,613</b>
<b>负债及权益</b>					
客户保证金	1,250,648	1,608,146	1,930,430	2,247,659	2,604,796
存放同业	165,916	265,119	297,727	336,200	381,921
其他借款	40,278	40,731	43,546	43,546	43,546
总借款	1,456,842	1,913,996	2,271,704	2,627,406	3,030,264
其他负债	35,174	61,162	74,530	87,517	102,245
总负债	1,492,016	1,975,158	2,346,234	2,714,923	3,132,508
普通股股本(面值)	14,707	19,119	21,577	21,577	21,577
储备(包括股本溢价)	39,089	41,541	68,613	77,788	87,973
留存盈利	25,719	32,123	43,253	58,552	76,555
总股东权益	79,515	92,783	133,442	157,916	186,105
少数股东权益	266	0	0	0	0
已运用资本	79,781	92,783	133,442	157,916	186,105
<b>总负债及权益</b>	<b>1,571,797</b>	<b>2,067,941</b>	<b>2,479,676</b>	<b>2,872,839</b>	<b>3,318,613</b>

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) — H 股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	6,801	15,243	22,397	18,235	23,226
非现金项目	4,152	2,577	6,713	(1,540)	7,567
其他变动	0	(4,905)	94	(221)	(1,439)
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	24,234	56,399	3,383	30,696	15,023
经营产生的现金流	35,187	69,314	32,587	47,170	44,377
投资及融资回报	366	(1,712)	(4,206)	(1,474)	(4,328)
支付税金	0	0	0	0	0
<b>总现金流</b>	<b>35,553</b>	<b>67,602</b>	<b>28,381</b>	<b>45,696</b>	<b>40,049</b>
投资	(54,226)	(65,198)	(51,263)	(44,683)	(63,737)
<b>自由现金流</b>	<b>(18,673)</b>	<b>2,404</b>	<b>(22,882)</b>	<b>1,013</b>	<b>(23,688)</b>
收购	0	(191)	0	0	(115)
投资者可用现金	(18,673)	2,213	(22,882)	1,013	(23,803)
融资活动产生的净现金	19,396	(454)	23,429	(328)	24,025
<b>现金增(减)</b>	<b>723</b>	<b>1,759</b>	<b>547</b>	<b>685</b>	<b>221</b>

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
生息资产收益率	5.1	3.7	3.9	4.2	4.3
资金成本	1.9	1.5	1.6	1.7	1.7
利差	3.2	2.2	2.4	2.5	2.6
净息差	3.3	2.3	2.5	2.6	2.7
其他收入总收入	15.8	22.3	18.0	15.6	13.3
成本收入比	36.7	45.1	40.1	36.6	36.5
有效税率	30.3	28.5	31.7	31.7	31.9
<b>增长</b>					
贷款增长率	29.9	35.6	20.0	16.4	15.9
存款增长率	32.5	28.6	20.0	16.4	15.9
资产增长率	19.9	31.6	19.9	15.9	15.5
可持续增长率	49.7	38.8	40.7	43.5	42.5
<b>流动性</b>					
贷存比	69.9	73.7	73.7	73.7	73.7
贷款/付息资金	60.0	62.0	62.7	63.1	63.4
贷款/总资产	55.6	57.3	57.4	57.7	57.9
核心负债/总负债	66.6	63.1	63.6	63.4	63.1
超额准备金率	3.7	2.2	4.0	4.0	4.0
<b>资产质量</b>					
不良贷款	1.1	0.8	0.9	1.1	1.4
一般拨备率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
专项准备覆盖率	116.9	102.6	91.3	80.3	73.5
总拨备覆盖率	223.3	246.7	227.3	191.9	161.2
信用风险成本	(0.42)	(0.26)	(0.43)	(0.48)	(0.52)
关注类贷款比例	1.64	1.19	6.00	6.00	6.00
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	5.1	4.5	5.4	5.5	5.6
盈余资本	3.5	2.6	3.6	3.4	3.0
总资本充足率	11.5	10.6	11.6	11.4	11.0
一级资本充足率	6.6	6.6	8.0	8.0	8.0
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.5	1.0	1.0	1.1	1.1
净资产收益率	28.6	21.2	20.5	20.9	20.5
已运用资本收益率	28.5	21.1	20.5	20.9	20.5
结构性已运用资本收益率	32.1	21.9	22.7	25.2	24.8

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：招商银行。

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4月12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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

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