

2010年3月31日

广船国际

周期性下行风险释放中

A 买入

600685.SS - 人民币 23.97

目标价格: 人民币 26.30 (↕32.25)

H 买入

0317.HK - 港币 13.84

目标价格: 港币 17.95 (↕21.94)

许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

广船国际 09 年实现营业收入 65.53 亿元, 同比下降 6.2%。实现净利润 5.15 亿, 同比大幅下滑 37%。09 年下半年以来, 高价钢材库存消耗完毕, 公司销售毛利率有所恢复, 但由于航运市场持续低迷, 4 季度公司造船完工量同比和环比均有下降。广船国际 2009 年底手持造船订单 52 艘, 221.3 万载重吨, 生产任务排至 2012 年。我们将 A、H 股目标价格分别下调至 26.30 元及 17.95 港币, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司目前的手持订单充足, 近年来未有大的资本支出, 具有抵御行业周期下行风险的能力。
- 公司在特种船开发方面取得了一定进展, 公司的特种船生产有助于分散船市的风险。

评级面临的主要风险

- 由于船舶的市场价格下跌, 公司可能通过折让等方式对船东进行补偿, 将直接影响利润。
- 国内钢材等原材料价格可能再次走高, 影响公司的盈利能力。

估值

- 我们认为造船业仍处于周期性下滑风险释放过程中, 我们下调 10-11 年的盈利预测。我们给予 A 股 25 倍 2010 年预期市盈率, 将目标价由人民币 32.25 元下调至 26.30 元, 维持买入评级; 给予 H 股 15 倍年预期市盈率, 将目标价由 21.94 港币下调至 17.95 港币, 维持买入评级。

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 (%)	(10)	1	(9)	22
相对新华富时 A50 指数 (%)	(2)	(3)	(2)	(9)

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)	495
流通股 (%)	64
流通股市值 (人民币 百万)	7,624
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	72
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	中船集团
	36

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

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	6,984	6,553	6,496	6,860	7,245
变动 (%)	17	(6)	(1)	6	6
净利润 (人民币 百万)	820	515	521	579	599
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.658	1.041	1.053	1.171	1.211
变动 (%)	(12.8)	(37.2)	1.2	11.2	3.4
市场预期每股收益 (人民币)	-	1.267	1.477	1.458	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	1.289	1.271	-
调整幅度 (%)	-	-	(18.3)	(7.9)	N/A
核心每股收益 (人民币)	1.774	1.112	1.116	1.224	1.250
变动 (%)	50.8	(37.3)	0.4	9.7	2.1
全面摊薄市盈率 (倍)	14.5	23.0	22.8	20.5	19.8
核心市盈率 (倍)	13.5	21.6	21.5	19.6	19.2
每股现金流量 (人民币)	(0.39)	(0.94)	0.60	1.17	1.48
价格/每股现金流量 (倍)	(60.7)	(25.5)	39.9	20.4	16.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.1	15.5	14.4	11.4	9.8
每股股息 (人民币)	0.106	0.062	0.263	0.293	0.303
股息率 (%)	0.4	0.3	1.1	1.2	1.3

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.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(%)	5	9	5	34
相对恒生中国企业指数(%)	8	1	6	(23)

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)	495
流通股 (%)	64
流通股市值 (港币 百万)	4,402
3 个月日均交易额 (港币 百万)	13
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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	6,984	6,553	6,496	6,860	7,245
变动 (%)	17	(6)	(1)	6	6
净利润 (人民币 百万)	820	515	521	579	599
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.658	1.041	1.053	1.171	1.211
变动 (%)	(12.8)	(37.2)	1.2	11.2	3.4
市场预期每股收益 (人民币)		1.195	1.315	1.264	1.220
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	2.377		
调整幅度 (%)	-	-	(55.7)	N/A	N/A
核心每股收益 (人民币)	1.774	1.112	1.116	1.224	1.250
变动 (%)	50.8	(37.3)	0.4	9.7	2.1
全面摊薄市盈率(倍)	7.3	11.7	11.6	10.4	10.0
核心市盈率(倍)	6.9	10.9	10.9	9.9	9.7
每股现金流量 (人民币)	(0.39)	(0.94)	0.60	1.17	1.48
价格/每股现金流量 (倍)	(30.8)	(12.9)	20.2	10.4	8.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.3	4.3	2.4	1.1	(0.1)
每股股息 (人民币)	0.106	0.062	0.263	0.293	0.303
股息率 (%)	0.9	0.5	2.2	2.4	2.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 2. 09 年业绩摘要

(人民币百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
销售收入	6,984.09	6,553.42	(6.17)
销售成本	(6,092.73)	(5,789.69)	(4.97)
毛利润	891.36	763.73	(14.32)
销售费用	(49.89)	(37.87)	(24.09)
管理费用	(282.53)	(313.99)	11.13
经营利润	558.94	411.87	(26.31)
财务成本	288.58	122.95	(57.40)
其他	73.77	78.86	6.91
税前利润	921.29	613.69	(33.39)
税金	(81.11)	(92.87)	14.50
少数股东权益	(19.78)	(5.85)	(70.40)
净利润	820.40	514.96	(37.23)

盈利能力 (%)

			百分点变动
毛利率	12.76	11.65	(1.11)
经营利润率	8.00	6.28	(1.72)
净利率	11.75	7.86	(3.89)

资料来源: 公司数据

造船业务收入下滑

广船国际 09 年实现营业收入 65.53 亿元, 同比下降 6.2%。实现净利润 5.15 亿, 同比大幅下滑 37%。公司 09 年综合毛利率为 11.65%, 稍低于 2008 年的 12.76%。

08 年钢材和原材料价格处于高位, 对公司成本的影响滞后半年, 09 年上半年仍有体现, 影响了销售毛利率。09 年下半年以来, 高价钢材库存的消耗完毕, 公司销售毛利率有所恢复, 但由于航运市场持续低迷, 4 季度公司造船完工量同比和环比均有下降。

09 年公司财务费用 (收入) 大幅下降, 主要是 08 年同期人民币大幅升值导致公司外汇远期合约平仓产生的汇兑损益, 而 09 年人民币汇率变化不大, 此项汇兑收益大幅减少, 此外, 由于新增订单的减少, 预收客户保证金下降, 也将导致财务利息收入减少。

公司完工订单、手持订单和新增订单情况

公司 2009 年造船业务开工 21 艘、下水 16 艘、完工交付 15 艘, 2 艘船达到交船状态。

截至 2009 年底, 公司累计手持造船合同 52 艘, 221.27 万载重吨, 生产任务排至 2012 年。

公司在开发客滚船（Ro-Ro）、半潜船等高附加值特种船型方面也取得了较大的突破，公司还是海军定点的生产基地。

公司09年承接4条艘特种船，特种船业务将成为公司未来重要的利润增长点，缓解了油轮市场低迷带来的不利影响。

公司主导产品灵便型油轮市场基本面相对较好

广船生产的主要船型为灵便型油轮。2009年5月以来，受下游航运回暖的影响，油轮新船价格指数在金融危机发生后首次出现了止跌的迹象。由于石油产品的特殊重要性，油船需求受影响相对较小；根据国际海事组织(IMO)2003年海环会(MEPC)第50次会议通过的MARPOL公约修正案，所有2010年单壳油船将被淘汰；此外，油轮的在手订单/船队规模指标在三大主力船型处于最低，此类船舶未来的市场前景相对较好。

行业期待政策扶持

船舶调整振兴规划在2009年2月份由国务院审议通过，6月份正式推出了细则，但多数具体操作层面的细则尚未出台，目前《规划》中设定的措施并未有效实行。我们认为随着2010年造船行业的将进一步分化，行业性的周期性下滑扭转，国家可能落实扩大船舶需求的政策。

首先，按照目前的税收政策，由国内船厂生产的、用于内销的远洋轮船（挂中国旗的船）需要比外销船舶多征收17%增值税以及其他附加税，这样，国内船东购买的船舶成本增加了20%。因此，很多国内船东为了避税，通过香港子公司进行购船。

未来，按照《振兴规划》，内销船舶将享受包括出口船舶同等的优惠（即增值税先征后返）以及进口船用设备享受关税优惠的政策。当前全球造船需求萎缩的情况下，该项支持政策对于扩大国内造船需求有积极的意义。

其次，鼓励金融机构加大船舶出口买方信贷资金投放。船舶出口买方信贷资金投放是指以船舶资产抵押为基础的，国内银行为国外船东在中国建造、收购、改装或修理船舶提供资金支持的一种出口买方信贷业务。

在全球新造船的船舶融资中，船东仅提供一小部分自有资金(其中约 70%至 80%的款项来自于银行贷款)。截至 2008 年 7 月，全球造船订单价值量约为 5,000 亿美元，而据国际银行家联合体所做的一项调查，其中约 3,000 亿美元船价将由融资得到，占总船价的 60%。在金融危机爆发以后，欧美各大银行对船舶融资变得谨慎。全球金融机构开始将资金大幅度抽离船舶融资信贷市场，压缩船舶贷款规模。海外船东的资金压力增大，在无法获得融资的情况下撤单风险加大。

我国大部分船舶产品面向海外市场。近年来，出口船舶的比重一直保持在 70% 以上。

国内银行受到本轮金融危机冲击较小，且流动性和外汇储备充裕，如果能对国外船东提供资金支持，将有效缓解国内船厂的撤单压力。目前国内各商业银行正积极做好该项业务的准备工作，未来出口买方信贷对船市的正面影响值得期待。

损益表 — A 股 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	6,984	6,553	6,496	6,860	7,245
销售成本	(6,070)	(5,758)	(5,642)	(5,923)	(6,257)
经营费用	(250)	(273)	(366)	(370)	(401)
息税折旧前利润	663	523	488	567	588
折旧及摊销	(105)	(111)	(18)	(19)	(21)
经营利润(息税前利润)	559	412	470	547	567
净利息收入/(费用)	289	123	98	84	79
其他收益/(损失)	74	79	63	69	77
税前利润	921	614	631	700	723
所得税	(81)	(93)	(95)	(105)	(109)
少数股东权益	(20)	(6)	(16)	(16)	(16)
净利润	820	515	521	579	599
核心净利润	878	550	552	605	618
每股收益(人民币)	1.658	1.041	1.053	1.171	1.211
核心每股收益(人民币)	1.774	1.112	1.116	1.224	1.250
每股股息(人民币)	0.106	0.062	0.263	0.293	0.303
收入增长(%)	17	(6)	(1)	6	6
息税前利润增长(%)	(14)	(26)	14	16	4
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(21)	(7)	16	4
每股收益增长(%)	(13)	(37)	1	11	3
核心每股收益增长(%)	51	(37)	0	10	2

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6,290	5,516	6,500	7,139	7,737
应收帐款	584	450	541	609	563
库存	1,116	1,355	1,327	1,393	1,472
其他流动资产	629	381	378	393	410
流动资产总计	8,619	7,703	8,746	9,535	10,181
固定资产	1,227	1,548	1,535	1,520	1,506
无形资产	90	89	89	89	89
其他长期资产	322	466	494	494	504
长期资产总计	1,639	2,103	2,118	2,103	2,100
总资产	10,258	9,805	10,864	11,638	12,281
应付帐款	1,195	1,198	1,175	1,235	1,304
短期债务	1,356	1,636	1,515	1,565	1,465
其他流动负债	4,486	3,501	3,436	3,614	3,815
流动负债总计	7,037	6,335	6,127	6,414	6,584
长期借款	205	0	10	30	30
其他长期负债	173	213	237	239	241
股本	495	495	586	586	586
储备	2,253	2,674	3,801	4,250	4,704
股东权益	2,747	3,169	4,387	4,836	5,290
少数股东权益	96	88	104	120	136
总负债及权益	10,258	9,805	10,864	11,638	12,281
每股帐面价值(人民币)	5.55	6.41	8.87	9.78	10.69
每股有形资产(人民币)	5.37	6.23	8.69	9.60	10.51
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.24)	(7.71)	(9.92)	(11.07)	(12.48)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	921	614	631	700	723
折旧与摊销	(105)	(111)	(18)	(19)	(21)
净利息费用	(289)	(123)	(98)	(84)	(79)
运营资本变动	(847)	(973)	(125)	89	223
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(85)	(94)	(129)	(145)	(157)
经营活动产生的现金流	(195)	(465)	297	580	731
购买固定资产净值	(174)	(370)	(15)	(17)	(19)
投资减少/增加	0	26	0	0	0
其他投资现金流	(587)	66	15	52	50
投资活动产生的现金流	(761)	(278)	0	35	31
净增权益	0	0	728	0	0
净增债务	(267)	78	(111)	70	(100)
支付股息	0	(52)	(31)	(130)	(145)
其他融资现金流	(415)	(223)	99	84	80
融资活动产生的现金流	(682)	(197)	685	24	(165)
现金变动	(1,638)	(940)	982	639	597
期初现金	7,675	6,280	5,452	6,434	7,074
公司自由现金流	(956)	(743)	297	615	762
权益自由现金流	(935)	(542)	285	769	741

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.5	8.0	7.5	8.3	8.1
息税前利润率	8.0	6.3	7.2	8.0	7.8
税前利润率	13.2	9.4	9.7	10.2	10.0
净利率	11.7	7.9	8.0	8.4	8.3
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
利息覆盖率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3
估值(倍)					
市盈率	14.5	23.0	22.8	20.5	19.8
核心业务市盈率	13.5	21.6	21.5	19.6	19.2
目标价对应核心业务市盈率	15.9	25.4	25.4	23.1	22.6
市净率	4.3	3.7	2.7	2.5	2.2
价格/现金流	(60.7)	(25.5)	39.9	20.4	16.2
企业价值/息税折旧前利润	11.1	15.5	14.4	11.4	9.8
周转率					
存货周转天数	62.3	78.3	86.8	83.8	83.6
应收帐款周转天数	29.9	28.8	27.9	30.6	29.5
应付帐款周转天数	54.1	66.6	66.7	64.1	64.0
回报率(%)					
股息支付率	6.4	6.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	31.6	17.4	13.8	12.6	11.8
资产收益率	4.8	3.5	3.9	4.1	4.0
已运用资本收益率	12.5	8.9	8.6	8.7	8.4

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	6,984	6,553	6,496	6,860	7,245
销售成本	(6,070)	(5,758)	(5,642)	(5,923)	(6,257)
经营费用	(250)	(273)	(366)	(370)	(401)
息税折旧前利润	663	523	488	567	588
折旧及摊销	(105)	(111)	(18)	(19)	(21)
经营利润(息税前利润)	559	412	470	547	567
净利息收入/(费用)	289	123	98	84	79
其他收益/(损失)	74	79	63	69	77
税前利润	921	614	631	700	723
所得税	(81)	(93)	(95)	(105)	(109)
少数股东权益	(20)	(6)	(16)	(16)	(16)
净利润	820	515	521	579	599
核心净利润	878	550	552	605	618
每股收益(人民币)	1.658	1.041	1.053	1.171	1.211
核心每股收益(人民币)	1.774	1.112	1.116	1.224	1.250
每股股息(人民币)	0.106	0.062	0.263	0.293	0.303
收入增长(%)	17	(6)	(1)	6	6
息税前利润增长(%)	(14)	(26)	14	16	4
息税折旧前利润增长(%)	(9)	(21)	(7)	16	4
每股收益增长(%)	(13)	(37)	1	11	3
核心每股收益增长(%)	51	(37)	0	10	2

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	6,290	5,516	6,500	7,139	7,737
应收帐款	584	450	541	609	563
库存	1,116	1,355	1,327	1,393	1,472
其他流动资产	629	381	378	393	410
流动资产总计	8,619	7,703	8,746	9,535	10,181
固定资产	1,227	1,548	1,535	1,520	1,506
无形资产	90	89	89	89	89
其他长期资产	322	466	494	494	504
长期资产总计	1,639	2,103	2,118	2,103	2,100
总资产	10,258	9,805	10,864	11,638	12,281
应付帐款	1,195	1,198	1,175	1,235	1,304
短期债务	1,356	1,636	1,515	1,565	1,465
其他流动负债	4,486	3,501	3,436	3,614	3,815
流动负债总计	7,037	6,335	6,127	6,414	6,584
长期借款	205	0	10	30	30
其他长期负债	173	213	237	239	241
股本	495	495	586	586	586
储备	2,253	2,674	3,801	4,250	4,704
股东权益	2,747	3,169	4,387	4,836	5,290
少数股东权益	96	88	104	120	136
总负债及权益	10,258	9,805	10,864	11,638	12,281
每股帐面价值(人民币)	5.55	6.41	8.87	9.78	10.69
每股有形资产(人民币)	5.37	6.23	8.69	9.60	10.51
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.24)	(7.71)	(9.92)	(11.07)	(12.48)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	921	614	631	700	723
折旧与摊销	105	111	18	19	21
净利息费用	(289)	(123)	(98)	(84)	(79)
运营资本变动	(847)	(973)	(125)	89	223
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(85)	(94)	(129)	(145)	(157)
经营活动产生的现金流	(195)	(465)	297	580	731
购买固定资产净值	(174)	(370)	(15)	(17)	(19)
投资减少/增加	0	26	0	0	0
其他投资现金流	(587)	66	15	52	50
投资活动产生的现金流	(761)	(278)	0	35	31
净增权益	0	0	728	0	0
净增债务	(267)	78	(111)	70	(100)
支付股息	0	(52)	(31)	(130)	(145)
其他融资现金流	(415)	(223)	99	84	80
融资活动产生的现金流	(682)	(197)	685	24	(165)
现金变动	(1,638)	(940)	982	639	597
期初现金	7,675	6,280	5,452	6,434	7,074
公司自由现金流	(956)	(743)	297	615	762
权益自由现金流	(935)	(542)	285	769	741

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.5	8.0	7.5	8.3	8.1
息税前利润率	8.0	6.3	7.2	8.0	7.8
税前利润率	13.2	9.4	9.7	10.2	10.0
净利率	11.7	7.9	8.0	8.4	8.3
流动性(倍)					
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.5	1.5
利息覆盖率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	1.1	1.0	1.2	1.3	1.3
估值(倍)					
市盈率	7.3	11.7	11.6	10.4	10.0
核心业务市盈率	6.9	10.9	10.9	9.9	9.7
目标价对应核心业务市盈率	9.6	15.3	15.2	13.9	13.6
市净率	2.2	1.9	1.4	1.2	1.1
价格/现金流	(30.8)	(12.9)	20.2	10.4	8.2
企业价值/息税折旧前利润	2.3	4.3	2.4	1.1	(0.1)
周转率					
存货周转天数	62.3	78.3	86.8	83.8	83.6
应收帐款周转天数	29.9	28.8	27.9	30.6	29.5
应付帐款周转天数	54.1	66.6	66.7	64.1	64.0
回报率(%)					
股息支付率	6.4	6.0	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	31.6	17.4	13.8	12.6	11.8
资产收益率	4.8	3.5	3.9	4.1	4.0
已运用资本收益率	12.5	8.9	8.6	8.7	8.4

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