

2010年4月28日

英威腾

内资工业变频领域领导者

A
买入

002334.SZ – 人民币 79.00

目标价格: 人民币 97.00

韩玲

(8621) 6860 4866 分机 8595

ling.han@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208060270

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(%)	n.a	18	18	n.a
相对新华富时A50指数(%)	n.a	24	27	n.a

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	64
流通股(%)	75.18
流通股市值(人民币 百万)	1,000.8
3个月日均交易额(人民币 百万)	83
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
黄申力	24.82

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

英威腾 2010 年 1 季度净利润增长 200.8%, 好于市场预期。公司稳居中低压变频器内资品牌第一, 在进一步抢占外资中低压变频市场份额的同时, 公司也积极往高压变频和伺服系统等工业变频领域发展。英威腾是内资工业变频领域最优秀公司, 我们对 2010-2012 年的业绩预测为 1.94、2.88 和 4.01 元, 给予目标价 97.00 元, 首次评级为**买入**。

支撑评级的要点

- 国产替代空间大。目前我国中低压变频器市场份额 3/4 左右被外资品牌占据, 英威腾是内资中低压变频第一品牌, 近年来通过不断研发提升技术和完善规格, 和外资变频差距迅速缩小。
- 专用变频器的应用行业领域增加。很多行业的专用变频器属于高端产品, 内资厂家很少能进入。公司继续完善起重机械、电梯等产品系列开发, 开始进入冶金、机床等高端行业的专用变频器开发。
- 工业变频技术新产品储备丰厚。1、随着对工艺精度要求的提高和劳动力成本的提高, 应用于机床等领域伺服系统产品需求增长很快, 每年应有 100 亿元左右市场。2、风电变流器今年完成研发, 混合动力汽车的控制产品今年开始预研。

上升/下跌风险因素

- 市场风险、技术风险、人才风险。

估值

- 我们对 2010-2012 年的业绩预测为 1.94、2.88 和 4.01 元, 给予目标价为 97.00 元, 首次评级为**买入**。

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)	245	321	531	814	1237
变动(%)	27.5	31.1	65.3	53.3	52.0
净利润(人民币 百万)	41	82	124	184	257
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.64	1.28	1.94	2.88	4.01
变动(%)	25.5	100.6	52.2	48.3	39.2
市盈率(倍)	94.6	47.1	41.3	27.8	20.0
每股现金流量(人民币)	1.03	1.57	1.36	1.36	1.12
价格/每股现金流量(倍)	78.18	51.24	59.15	59.02	71.63
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.0	57.2	39.9	26.2	17.6
每股股息(人民币)	0.00	0.80	0.58	0.86	1.20
股息率(%)	0.00	1.00	0.73	1.08	1.50

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

2010 年一季报净利润增长 200%，上半年增长 60-80%

公司 2010 年 1 季度实现营业收入 8,664 万元，同比上升 69.4%，实归属于母公司净利润 1,525 万元，同比增长 200.8%。同时公司预测 2010 年上半年公司净利润增长幅度在 60-80%之间。公司 2010 年 1 季度及上半年业绩增长幅度好于市场预期，主要源于：

1. 收入增长幅度好于预期，公司研发投入增加，产品竞争力增强，另外公司上市后，知名度和美誉度大大提高，加快了公司业务拓展；
2. 募集资金到位，利息收入大幅增加。一季度财务费用为 -313 万元，同比减少 321 万元。
3. 09 年一季度和上半年基数较低。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	51.14	86.64	69.4
营业成本	31.08	52.28	68.2
营业税	0.14	0.23	64.3
毛利	19.92	34.13	71.3
销售费用	7.85	9.7	23.6
管理费用	6.03	10.5	74.1
经营利润	47.44	68.1	43.5
财务费用	0.08	-3.13	(4012.5)
资产减值	0.63	1.05	66.7
其他收入	0.56	1.5	167.9
其他支出	0	0.03	#DIV/0!
税前利润	5.89	17.49	196.9
所得税	0.82	2.24	173.2
税后利润	5.07	15.25	200.8

资料来源：公司数据

目标价为 97.00 元，仍有上行空间

我们对公司 2010-2012 年的业绩预测为 1.94、2.88 和 4.01 元，我们给予公司 2010 年 50 倍的市盈率，目标价格为 97.00 元，首次为买入评级。

中低压变频市场份额将提升，增加应用领域

抢占外资企业市场份额，拉大内资其他品牌差距。08年我国中低压变频器排名前10位全部是外资品牌，约占75%左右的市场份额，所以内资企业未来国产化替代带来的市场份额是目前的3倍。中低压变频在国外是一个做了几十年的较成熟的市场，所以外资品牌规格齐全，内资品牌在产品线的齐全程度以及产品可靠性方面仍存在一定差距，不过这一差距正在减小。英威腾作为内资中低压变频的第一品牌，在技术和产品质量方面和外资产品差距越来越小，但具有明显的价格优势，产品综合性价比优势突出。此外，公司公开发行上市后，品牌知名度大大提高，中低压变频的直销客户以及经销商的加盟积极性都有了大幅度的提高，公司的市场份额在未来几年将得到明显提升。

图表 3. 2008 年中低压变频排名

排名	外资品牌	销售额	排名	内资品牌	销售额
1	西门子	21	11	英威腾	2.9
2	ABB	20	12	汇川	2.1
3	安川电机	8.2	13	欧瑞传动	1.6
4	富士电机	6.8	14	希望森兰	1.5
5	施耐德	5	15	四方电气	0.8
6	台达	4.9	16	安邦信	0.7
7	三菱电机	4.6	17	微能科技	0.5
8	艾默生	4	18	阿尔法	0.5
9	丹佛斯	3.3			
10	罗克韦尔	3.1			

资料来源：公司数据

增加行业专用变频器应用领域。变频器的应用领域非常广阔，几乎涵盖国民经济的各个行业，广泛应用于起重机械、纺织化纤、油气钻采、冶金、石化和化工、煤炭、建材等众多行业。其中，很多行业的专用变频器内资厂家很少进入。比如冶金行业的中低压变频器市场容量近10亿元，该市场目前被西门子和ABB垄断，公司从2009年开始为国内冶金成套设备龙头企业中国中冶科工股份有限公司的下属公司定制开发冶金专用变频器，预计很快能产生明显收入贡献。起重机械领域公司已开发了振华港机专用的港机起重用变频器，目前正完善开发其他起重机械领域。

图表 4.2008 年中低压变频应用行业排名

序号	行业名称	低压变频器	中压变频器	合计	主要厂家	市场划分	应用领域
1	起重机械	13.1	0.4	13.5	西门子、ABB、富士、安川	高端市场	大车、小车、回转、仰俯和变幅等
2	纺织化纤	12.9	-	12.9	以欧美和日本品牌为主	以中小功率机型为主，需要矢量变频	螺杆挤出机、前纺设备和后加工设备，并条机、粗纱机、络筒机、大圆机等
3	油气钻采	7.2	2.8	10.0	以西门子、ABB、富士、罗克韦尔最为常见	对环境适应性要求高，属高端市场	采油机（磕头机）、注水泵、潜水泵、输油泵、气体压缩机等负载类型
4	冶金	7.5	2.1	9.6	长期被西门子和 ABB 垄断	采购往往和轧机等技术要求高的设备同时进行，属高端	的风机、水泵、料浆泵到板材和线材的轧机等
5	石化和化工	8.9	0.6	9.5	最为杂乱，日资、欧美、台资和国产品牌都有	中低端市场	各类泵、压缩机和公用工程方面
6	煤炭	3.8	5.2	9.0	西门子、ABB、安川、罗克韦尔	提升机和输送装置属高端；风机和泵类属中端	矿井提升机、带式输送机、输送装置、通风机和水泵
7	电梯	8.0	-	8.0	安川、日立、富士、三菱		控制器
8	建材	6.3	0.5	6.8	品牌较多，国产品牌凭借性价比市场影响力持续扩大。	中低端为主	鼓风机、粉碎机、皮带输送机、排气风机、回转窑
9	电力	6.0	0.6	6.6	以外资品牌为主，内资份额逐步提升	中端	给煤机、给粉机等输送装置和送风机、引风机、循环水泵等风机和泵类装置
10	市政	3.4	1.2	4.6	品牌分布广泛	中低端市场	风机和泵类负载
11	食品饮料烟草	3.9	-	3.9	丹佛斯、台达等外资品牌，内资逐渐被接受	中小功率变频器为	生产设施（如加工设备、灌装设备）、传输设备和包装设备
12	塑胶	3.7	-	3.7	内资已超过外资品牌在该行业的市场份额	中低端市场	注塑机、挤出机、中空成型机
13	机床	2.8	-	2.8	日资和台资品牌的传统优势领域，但国产品牌开始有较多应用	中端	主轴驱动调速
14	造纸印刷	2.6	-	2.6	外资品牌较多，近年来内资品牌也比较常见		
15	其它	7.6	0.7	8.3			中央空调、金属加工（如拉丝、制箔）、矿山等领域
	合计	97.7	14.1	111.8			

资料来源：公司数据

募投资金产能增加。公司募投项目将在现有年产 8 万台低压变频器生产能力的基础上增加到年产 28 万台低压变频设备，建设期只需要 10 个月，最迟 2010 年年底就能完全达产，产能扩张幅度高达 350%。

逐步进入高压变频领域

公司 2008 年才进入高压变频领域，2008、2009 年实现收入 862 万元和 1,710 万元，占主营收入比重分别只有 3.5% 和 5.34%，产品战略定位是先从高压变频中低端的通用产品做起，先打开市场以后定位高端，高端四象限变频器预计今年完成研发，明年投向市场。由于高压变频产品收入基数较低，我们预计 2010 年高压变频业务收入增长 200% 以上，毛利率也会有所提升。公司高压变频销售额 2-3 年内做到超过 1 亿的规模。

工业控制领域产品新应用广阔

伺服产品应用领域广阔。伺服系统是以机械运动的驱动设备——电动机为控制对象，以控制器为核心，以电力电子功率变换装置为执行机构，在自动控制理论的指导下组成的电气传动自动控制系统。这类系统控制电动机的转矩、转速和转角，将电能转换为机械能，实现运动机械的运动要求。具体在数控机床中，伺服系统接收数控系统发出的位移、速度指令，经变换、放调与整大后，由电动机和机械传动机构驱动机床坐标轴、主轴等，带动工作台及刀架，通过轴的联动使刀具相对工件产生各种复杂的机械运动，从而加工出用户所要求的复杂形状的工件。伺服系统的优点是可以增加机器的精确度，并且节省劳动力。在目前劳动力成本越来越高以及工艺加工要求精度越来越高的背景下，伺服系统的需求大量增加。伺服产品每年的市场需求也有 100 亿元左右，目前市场很像 2002 年左右的变频器市场，刚刚开始启动。

伺服系统主要由三部分组成：伺服控制器、伺服运动控制器、伺服电机。公司目前已经能做伺服控制器，伺服运动控制器正在研发当中，公司未来的目标是要卖全面的解决方案，即包括伺服驱动器，运动控制器和伺服电机。全套解决方案的毛利率很高，毛利率可能在 80% 以上。2009 年开始预研该产品，2010 年产品开发项目正式立项，2011 年完成系列产品开发，会实现销售收入。公司上市发行的超募资金比较多，我们预计伺服产品会通过资本市场的形式，以成立控股公司的形式和下游紧密合作。

风力发电逆变器产品开发今年完成。风力发电逆变器是风力发电系统的核心部件之一，具有广阔的发展空间。公司拥有成熟的中压变频器产品技术，并成功开发高压变频器，具备了该项目相关的关键技术，项目在技术上可行。计划 2009 年立项，2010 年底前完成产品开发。

混合动力汽车驱动控制产品开始开发。混合动力汽车的控制离不开变频调速技术，成功研制该产品对全社会推动节能减排有着重大意义，并具有巨大的市场空间。公司已拥有多项该领域的关键技术，包括永磁同步机矢量控制技术、能量回馈技术等，2010 年开始预研该产品。

海外业务增长也较快

公司海外市场以前主要在印度，现在慢慢进入了欧洲、中东、北美。现在在海外设了办事处，印度设立了第一个办事处。公司海外出口收入的占比在上升，海外产品收入占比 09 年 15%左右，今年能做到 20%左右，以后希望能做到 25-30%左右。公司的产品都是自主开发的，出口没有任何专利问题。海外的都是全额的信用证和保函，回款有保证。海外产品的定位比较高，定的档次是介于日资品牌和台资品牌之间，而在国内销售产品是定位在台资品牌。所以同样的产品，海外的毛利率要高一些，比内销产品毛利率高 3 个百分点以上。

财务分析

2010 年管理费用和销售费用上升。公司募集资金到位后，2010 年计划加大营销以及研发的投入。此外，2010 年公司计划提高职工待遇，工资增长幅度将为 20-30%。虽然短期来看相关费用的提高会抵消部分业绩，但从公司长远发展角度来看鼓励研发和提高职工待遇对于提高公司的核心竞争力无疑是利大于弊的。

利息收入为 1,000 多万。公司 09 年底上市募得资金 7 亿多元，这会使公司的利息收入大幅增加，预计公司 2010 年全年财务费用为-1,100 万左右。

公司享受嵌入式软件增值税退税的优惠政策。09 年公司收到 07-09 年共三年的软件企业增值税返还共 2,298 万，其中 09 年返还部分约为 1,000 万，2010 年估计有 1,500 万左右的增值税返还。

业绩假设条件

我们对公司的未来业绩假设做了相应的调整：

图表 5.盈利预测假设（收入单位：百万元）：

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
低压产品	营业收入	211	270	391	567	822
	同比增长(%)	23.0	31.1	65.3	53.3	52.0
	毛利率(%)	36.8	41.0	40.0	40.0	40.0
中压产品	营业收入	21	34	67	108	172
	同比增长(%)	41.4	57.8	100.0	60.0	60.0
	毛利率(%)	53.3	58.1	58.0	58.0	58.0
高压产品	营业收入	9	17	51	87	140
	同比增长(%)		98.3	200.0	70.0	60.0
	毛利率(%)	26.1	27.2	30.0	31.0	31.0
收入合计		245	321	531	814	1237
毛利率合计	(%)	37.7	42.0	41.1	41.1	41.1
销售费用率	(%)	9.9	10.0	10.0	10.0	10.0
管理费用率	(%)	8.1	10.5	10.0	10.0	10.0
财务费用率	(%)	0.4	0.0	(2.1)	(2.3)	(0.9)
实际所得税率	(%)	12.7	10.0	9.3	9.3	9.3

资料来源：公司数据及中银国际研究

估值及定价结论

我们预测公司 210-12 年的每股收益分别为 1.94 元、2.88 元和 4.01 元。目前 A 股上市的变频行业公司 2010 年平均市盈率为 56 倍左右，而英威腾是内资变频领域最优秀公司，我们这里给予公司 2010 年 50 倍市盈率，目标价格定为 97.00 元，首次评级为**买入**。

图表 6.同行业上市公司估值对比

公司名称	股票代码	股票价格(元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			净利润增长率(%)		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
智光电气	002169.SZ	17.96	0.24	0.33	0.46	75	54	39	47.4	37.5	39.4
荣信股份	002123.SZ	35.74	0.55	0.74	1.03	65	48	35	46.6	34.5	39.2
合康变频	300048.SZ	57.99	0.58	0.98	1.41	100	59	41	83.0	69.0	43.9
九州电气	300040.SZ	53.47	0.66	0.89	1.21	81	60	44	29.0	34.8	36.0
平均			0.55	0.78	1.08	82	56	40	41.8	38.5	
英威腾	002234.SZ	80.20	1.28	1.94	2.88	47	41	28	100.6	51.6	48.5

资料来源：公司数据及中银国际研究

风险分析

市场竞争的风险。公司面临外资品牌企业在品牌和技术方面的竞争压力，以及内资品牌在产品价格、销售渠道、售后服务及原材料采购价格方面的激烈竞争，未来可能出现由于销售价格下降或原材料采购价格提高而导致盈利能力下降的风险。

技术风险。公司在技术开发方面存在产品可能出现不能预知或现阶段不能克服的技术缺陷、产品开发成功后仍存在能否及时产业化的问题。如果核心技术人员流失、关键技术失密，也将对公司的生产经营和发展造成不利影响。

人才风险。经营规模的迅速扩大，对研发、生产、销售和管理等方面提出了更高的要求，公司现有人才在数量、知识结构和专业技能等方面将不能完全满足未来发展的需求。因此，公司上市后亟需加快内部培养和外部引进人才的力度，包括高级技术人才、经营管理人才以及具有国际化背景的销售人才，以满足公司未来发展的需要。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	245	321	531	814	1237
销售成本	(153)	(186)	(313)	(479)	(729)
经营费用	(44)	(65)	(102)	(158)	(241)
息税折旧前利润	48	70	116	177	268
折旧及摊销	(3)	(4)	(7)	(9)	(13)
经营利润(息税前利润)	46	66	109	168	255
净利息收入/(费用)	(0)	1	11	16	16
其他收益/(损失)	1	24	17	17	17
税前利润	47	91	137	203	283
所得税	(6)	(9)	(13)	(19)	(26)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	41	82	124	184	257
核心净利润	41	82	124	184	257
每股收益(人民币)	0.64	1.28	1.94	2.88	4.01
核心每股收益(人民币)	0.64	1.28	1.94	2.88	4.01
每股股息(人民币)	0.00	0.80	0.58	0.86	1.20
收入增长(%)	27	31	65	53	52
息税前利润增长(%)	31	44	66	54	52
息税折旧前利润增长(%)	35	46	66	52	51
每股收益增长(%)	25	101	52	48	39
核心每股收益增长(%)	25	101	52	48	39

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	51	121	817	807	752
应收帐款	41	41	70	107	163
库存	23	30	51	78	118
其他流动资产	8	21	34	53	193
流动资产总计	123	213	971	1045	1227
固定资产	58	61	178	274	321
无形资产	1	1	1	1	1
其他长期资产	0	1	0	0	0
长期资产总计	60	62	180	276	322
总资产	183	276	1151	1321	1549
应付帐款	35	34	57	87	132
短期债务	14	10	0	0	0
其他流动负债	16	21	28	39	56
流动负债总计	64	65	85	126	188
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	11	11	11	11
股本	48	48	64	64	64
储备	70	152	991	1120	1287
股东权益	118	200	1055	1184	1351
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	183	276	1151	1321	1549
每股帐面价值(人民币)	2.47	4.17	16.49	18.50	21.11
每股有形资产(人民币)	2.44	4.14	16.46	18.48	21.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.77)	(2.32)	(12.76)	(12.60)	(11.75)

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)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	47	91	137	203	283
折旧与摊销	3	4	7	9	13
净利息费用	1	1	(11)	(19)	(11)
运营资本变动	3	(14)	(33)	(43)	(175)
税金	(6)	(9)	(13)	(19)	(26)
其他经营现金流	2	2	(1)	(45)	(11)
经营活动产生的现金流	49	75	87	87	72
购买固定资产净值	(41)	(7)	(123)	(60)	(60)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	27	6	0	0	0
投资活动产生的现金流	(14)	(0)	(123)	(60)	(60)
净增权益	0	0	16	0	0
净增债务	(9)	(4)	(10)	(0)	0
支付股息	0	(38)	(37)	(55)	(77)
其他融资现金流	(1)	38	763	19	11
融资活动产生的现金流	(10)	(5)	732	(37)	(66)
现金变动	25	70	695	(10)	(55)
期初现金	26	51	121	817	807
公司自由现金流	36	77	(25)	43	27
权益自由现金流	26	72	(35)	43	27

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	19.7	21.9	21.9	21.7	21.6
息税前利润率	18.6	20.5	20.6	20.6	20.6
税前利润率	19.0	28.2	25.8	25.0	22.9
净利率	16.6	25.4	23.4	22.7	20.7
流动性(倍)					
流动比率	1.9	3.3	11.4	8.3	6.5
利息覆盖率	39.9	109.8	425.0	24670.3	nm
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	1.5	2.8	10.8	7.7	5.9
估值(倍)					
市盈率	94.6	47.1	41.3	27.8	20.0
核心业务市盈率	94.6	47.1	41.3	27.8	20.0
目标价对应核心业务市盈率	114.4	57.0	49.9	33.7	24.2
市净率	32.5	19.2	4.9	4.3	3.8
价格/现金流	150.0	53.4	(146.5)	119.7	188.7
企业价值/息税折旧前利润	79.4	53.6	37.4	24.8	16.7
周转率					
存货周转天数	56.1	59.3	60.0	60.0	60.0
应收帐款周转天数	61.0	46.7	48.0	48.0	48.0
应付帐款周转天数	51.5	64.9	64.0	64.0	64.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	47.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	34.4	40.8	19.8	16.2	20.6
资产收益率	21.8	21.5	13.9	12.3	16.1
已运用资本收益率	35.0	32.2	19.1	16.4	21.4

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 4 月 26 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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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 2 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