2010 年 4 月 30 日

中国联通

1 季度业绩低于预期

A 卖出
600050.SS – 人民币 5.79
目标价格: 人民币 5.00

R 卖出
0762.HK – 港币 9.34
目标价格: 港币 8.00

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

中国联通公告，1 季度红筹公司净利润同比下滑 69.3%至 10.5 亿人民币 (每股收益: 0.045 元)，比我们的预测低 28%，这也处于市场预期的低端。A 股公司净利润同比下滑 68.3%至 3.71 亿人民币 (每股收益：0.018 元)。虽然收入高于预期，但我们仍对全年盈利预测持谨慎态度，因为公司准备降低 3G 业务价格，这可能会导致各家运营商的净利润面临压力。

支撑评级的要点

- 由于服务收入与我们的预期相符，因此期内公司的收入增长基本是由手机销售收入提高所拉动；
- 经营成本也高于预期，折旧费用同比上升 13%。

影响评级的主要风险

- 即将下调 3G 业务价格可能会在不需要大幅增加成本的基础上吸引大量用户。

估值

- 目前，鉴于初现端倪的 3G 价格战仍面临很多不确定性，我们暂时维持全年盈利预测不变；
- 目前股价接近 32 倍 2011 年预期市盈率，估值过高。维持*卖出*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(%)	(21)	(9)	(18)	(13)
相对新华富时 A50 指数 (%)	(3)	2	(11)	(25)

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)	48,173
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	664
净负债比率 (%)	51
主要股东(%)	
联通 BVI	72
Telefonica	8

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

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)	164,085	158,369	161,887	167,866	175,716
变动 (%)	*8*	*(3)*	*2*	*4*	*5*
净利润 (人民币 百万)	20,222	3,136	1,685	2,271	4,149
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.954	0.148	0.079	0.107	0.196
变动 (%)	*192.0*	*(84.5)*	*(46.3)*	*34.8*	*82.7*
市场预测每股收益(人民币)	-	0.198	0.219	0.276	0.340
原先预测每股收益(人民币)	-	-	0.079	0.107	0.196
调整幅度 (%)	*-*	*-*	*0.0*	*0.0*	*0.0*
核心每股收益 (人民币)	0.390	0.189	0.079	0.107	0.266
变动 (%)	*28.4*	*(51.5)*	*(58.0)*	*34.8*	*148.7*
全面摊薄市盈率(倍)	6.1	39.1	72.8	54.0	29.6
核心市盈率(倍)	14.8	30.6	72.8	54.0	21.7
每股现金流量 (人民币)	5.53	3.40	1.60	3.49	3.09
价格/每股现金流量 (倍)	1.0	1.7	3.6	1.7	1.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.9	5.3	6.1	5.4	4.6
每股股息 (人民币)	0.067	0.054	0.034	0.034	0.068
股息率 (%)	1.2	0.9	0.6	0.6	1.2

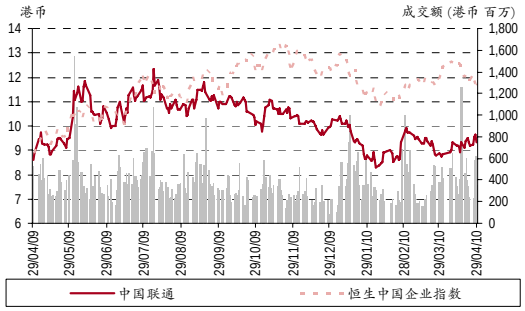
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

** 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(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(%)	(9)	5	6	9
相对恒生中国企业指数(%)	(2)	8	3	(26)

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)	63,043
3 个月日均交易额(港币百万)	371
净负债比率(%)	50

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	158,906	153,455	157,064	163,142	170,954
变动(%)	*7*	*(3)*	*2*	*4*	*5*
净利润(人民币 百万)	34,485	9,063	4,225	6,031	10,878
全面摊薄每股收益(人民币)	1.451	0.385	0.179	0.256	0.462
变动(%)	*73.0*	*(73.5)*	*(53.4)*	*42.7*	*80.4*
市场预测每股收益(人民币)	-	-	0.346	0.409	0.643
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.179	0.256	0.462
调整幅度(%)	-	-	*0.0*	*0.0*	*0.0*
核心每股收益(人民币)	0.624	0.408	0.179	0.256	0.518
变动(%)	*(2.5)*	*(34.7)*	*(56.0)*	*42.7*	*102.4*
全面摊薄市盈率(倍)	5.7	21.3	45.8	32.1	17.8
核心市盈率(倍)	13.1	20.1	45.8	32.1	15.8
每股现金流量(人民币)	4.10	3.60	1.65	3.21	2.85
价格/每股现金流量(倍)	2.0	2.3	5.0	2.6	2.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.1	4.3	4.8	4.2	3.5
每股股息(人民币)	0.200	0.160	0.100	0.100	0.200
股息率(%)	2.4	1.9	1.2	1.2	2.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

收入高于预期

中国联通公告 1 季度调整后收入(剔除 2001 年已废除但公司仍按直线摊销法分十年摊销的初装费)同比增长 6.8%至 403.4 亿人民币，比我们的预测高 7%左右，主要得益于手机销售收入增长，而期内服务业务收入同比增长 11.3%至 186.3 亿人民币，仅比我们的预测高 1.5%左右。服务业务收入的增长主要是由于用户基数同比增加 10.5%，而平均每户收入稳定在 41.4 元/月。

图表 2.2010 年 1 季度业绩摘要

	09 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动 (%)	环比变动 (%)
收入	37,767	40,335	6.8	4
现金经营成本	(21,572)	(25,365)	17.6	(6)
息税折旧前利润	16,195	14,970	(7.6)	26
折旧	(11,653)	(13,168)	13.0	6
息税前利润	4,542	1,802	(60.3)	(451)
其它/联营公司	70	44	(37.1)	(95)
净财务	(153)	(446)	191.5	6
税金	(1,045)	(351)	(66.4)	(285)
归属母公司净利润	3,414	1,049	(69.3)	(25)
调整后经常性净利润	3,414	1,049	(69.3)	(6)
全面摊薄每股收益(港币)	0.144	0.045	(69.0)	(6)
初装费	150	80	(46.7)	(11)
账面归属母公司利润	3,564	1,129	(68.3)	(6)
盈利能力(%)				
息税折旧前利润率	42.9	37.1		
息税前利润率	12.0	4.5		
净利率	9.0	2.6		
经营数据				
GSM 用户数(百万)	138	152	10.5	3
月通话量(分钟/月)	239	258	7.8	(5)
平均每户收入(人民币/月)	41.2	41.4	0.7	1
固话用户数(百万)	109	102	(6.7)	13
平均每户收入(人民币/月)	45	44	(1.8)	n.a.
宽带用户数(百万)	33	42	27.3	8
平均每户收入(人民币/月)	61	59	(3.1)	15

资料来源：公司数据、中银国际研究预测

成本也高于预期

另一方面，现金经营费用同比上升17.6%至253.7亿人民币，比我们的预测高出11%左右。在主要的费用项目中，管理费用大幅上升29.2%至102.9亿人民币，这可能是由于营销费用上升以及手机销售带来的设备成本增加。我们还对网络运营成本上升17%和薪酬成本上升10.8%颇感惊讶。

因此，息税折旧前利润率由42.9%缩窄至37.1%。由于折旧费用上升13%至131.7亿人民币(略高于我们的预期)，因此息税前利润率由上年的12%大幅缩窄至4.5%。

3G手机补贴环比减少

中国联通还透露，1季度公司共提供了3亿人民币手机补贴，略少于上季度的3.5亿人民币。期内，3G用户基数的增长似乎有所放缓，新开通WCDMA服务的用户仅有200万左右。

我们预计，公司将宣布从五一假期起降低3G资费标准，尽管其中包含的使用量也会有所减少。此举一定程度上降低了3G业务的门槛，可能有助于提升用户基数，但我们尚不确定这是否能够吸引很多用户，因为其他运营商也会采取相同的做法。

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	164,085	158,369	161,887	167,866	175,716
销售成本	(107,691)	(113,691)	(114,599)	(115,922)	(115,053)
经营费用	16,400	16,443	11,975	13,103	13,789
经营利润(息税前利润)	24,389	13,223	6,348	9,197	18,684
折旧及摊销	(48,405)	(47,898)	(52,915)	(55,850)	(55,768)
息税折旧前利润	72,794	61,121	59,262	65,047	74,452
净利息收入/(费用)	(2,237)	(945)	(2,447)	(3,319)	(3,582)
其他收益/(损失)	14,763	(98)	2,750	3,000	1,250
税前利润	36,914	12,180	6,651	8,878	16,352
所得税	(1,729)	(2,807)	(1,679)	(2,177)	(4,107)
少数股东权益	(14,964)	(6,237)	(3,287)	(4,430)	(8,096)
净利润	20,222	3,136	1,685	2,271	4,149
核心净利润	8,267	4,011	1,685	2,271	5,647
每股收益(人民币)	0.954	0.148	0.079	0.107	0.196
核心每股收益(人民币)	0.390	0.189	0.079	0.107	0.266
每股股息(人民币)	0.067	0.054	0.034	0.034	0.068
收入增长(%)	8	(3)	2	4	5
息税前利润增长(%)	7	(46)	(52)	45	103
息税折旧前利润增长(%)	5	(16)	(3)	10	14
每股收益增长(%)	192	(84)	(46)	35	83
核心每股收益增长(%)	28	(51)	(58)	35	149

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36,914	12,180	6,651	8,878	16,352
折旧与摊销	48,405	47,898	52,915	55,850	55,768
净利息费用	2,237	945	2,447	3,319	3,582
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	29,633	10,970	(28,077)	6,009	(10,282)
经营活动产生的现金流	117,189	71,992	33,935	74,056	65,420
购买固定资产净值	(82,735)	(112,500)	(73,500)	(60,000)	(50,000)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(82,735)	(112,500)	(73,500)	(60,000)	(50,000)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(35,172)	40,176	34,721	0	0
支付股息	(1,424)	(1,424)	(1,136)	(719)	(719)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(36,597)	38,752	33,584	(719)	(719)
现金变动	(2,143)	(1,756)	(5,980)	13,338	14,702
期初现金	12,727	10,584	8,828	2,848	16,185
公司自由现金流	34,454	(40,508)	(39,565)	14,056	15,420
权益自由现金流	(718)	(331)	(4,844)	14,056	15,420

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	10,584	8,828	2,848	16,185	30,887
应收帐款	9,884	9,871	9,132	9,433	9,912
库存	1,092	2,412	1,963	2,272	2,252
其他流动资产	17,476	9,612	11,252	11,306	12,007
流动资产总计	39,036	30,723	25,194	39,196	55,059
固定资产	283,596	349,171	372,157	376,707	371,357
无形资产	18,681	19,645	20	2,771	2,771
其他长期资产	10,535	19,693	32,395	32,504	32,504
长期资产总计	312,811	388,510	404,572	411,982	406,632
总资产	351,847	419,232	429,767	451,178	461,691
应付帐款	63,289	100,567	89,751	101,189	101,690
短期债务	21,997	63,997	63,909	63,909	63,909
其他流动负债	43,333	35,048	26,098	28,849	29,162
流动负债总计	128,619	199,612	179,758	193,947	194,761
长期借款	9,686	7,950	42,759	42,759	42,759
其他长期负债	3,430	2,824	2,994	2,994	2,994
股本	21,197	21,197	21,197	21,197	21,197
储备	49,495	49,787	50,251	51,120	52,585
股东权益	70,691	70,984	71,448	72,317	73,782
少数股东权益	139,420	137,862	132,808	139,162	147,395
总负债及权益	351,847	419,232	429,767	451,178	461,691
每股帐面价值(人民币)	3.34	3.35	3.37	3.41	3.48
每股有形资产(人民币)	2.45	2.42	3.37	3.28	3.35
每股净负债(现金)	1.00	2.98	4.90	4.27	3.58

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
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	44.4	38.6	36.6	38.7	42.4
息税前利润率	14.9	8.3	3.9	5.5	10.6
税前利润率	22.5	7.7	4.1	5.3	9.3
净利率	12.3	2.0	1.0	1.4	2.4
流动性(倍)					
流动比率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
利息覆盖率	9.9	12.8	2.5	2.6	4.6
净权益负债率(%)	10.0	30.2	50.8	42.8	34.3
速动比率	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3
估值 (倍)					
市盈率	6.1	39.1	72.8	54.0	29.6
核心业务市盈率	14.8	30.6	72.8	54.0	21.7
目标价对应核心业务市盈率	12.8	26.4	62.9	46.7	18.8
市净率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
价格/现金流	1.0	1.7	3.6	1.7	1.9
企业价值/息税折旧前利润	3.9	5.3	6.1	5.4	4.6
周转率					
存货周转天数	6.6	5.6	7.0	6.7	7.2
应收帐款周转天数	24.2	22.8	21.4	20.2	20.1
应付帐款周转天数	121.3	188.8	214.6	207.6	210.7
回报率 (%)					
股息支付率	7.0	36.2	42.7	31.6	34.6
净资产收益率	26.2	4.4	2.4	3.2	5.7
资产收益率	6.8	2.6	1.1	1.6	3.1
已运用资本收益率	10.1	5.1	2.2	3.0	5.9

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	158,906	153,455	157,064	163,142	170,954
销售成本	(102,649)	(108,890)	(109,454)	(110,594)	(109,514)
经营费用	12,369	13,551	12,135	13,769	14,161
经营利润(息税前利润)	20,665	10,529	7,245	10,867	20,252
折旧及摊销	(47,961)	(47,587)	(52,500)	(55,450)	(55,350)
息税折旧前利润	68,626	58,116	59,745	66,317	75,602
净利息收入/(费用)	(2,184)	(945)	(2,420)	(3,300)	(3,550)
其他收益/(损失)	17,833	2,201	1,500	1,575	(346)
税前利润	36,314	11,785	6,325	9,142	16,356
所得税	(1,828)	(2,721)	(2,099)	(3,111)	(5,476)
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	34,485	9,063	4,225	6,031	10,878
核心净利润	14,838	9,608	4,225	6,031	12,209
每股收益(人民币)	1.451	0.385	0.179	0.256	0.462
核心每股收益(人民币)	0.624	0.408	0.179	0.256	0.518
每股股息(人民币)	0.200	0.160	0.100	0.100	0.200
收入增长(%)	7	(3)	2	4	5
息税前利润增长(%)	(15)	(49)	(31)	50	86
息税折旧前利润增长(%)	(4)	(15)	3	11	14
每股收益增长(%)	73	(73)	(53)	43	80
核心每股收益增长(%)	(3)	(35)	(56)	43	102

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36,314	11,785	6,325	9,142	16,356
折旧与摊销	47,961	47,587	52,500	55,450	55,350
净利息费用	2,184	945	2,420	3,300	3,550
运营资本变动	8,233	28,387	(17,827)	14,213	(1,170)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	2,628	(3,122)	(4,520)	(6,411)	(7,027)
经营活动产生的现金流	97,320	85,582	38,898	75,694	67,058
购买固定资产净值	(82,735)	(112,500)	(73,500)	(60,000)	(50,000)
投资减少/增加	0	(6,787)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(82,735)	(119,287)	(73,500)	(60,000)	(50,000)
净增权益	0	(1,962)	0	0	0
净增债务	(13,998)	38,663	32,404	0	0
支付股息	(2,727)	(4,754)	(3,770)	(2,356)	(2,356)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(16,725)	31,947	28,634	(2,356)	(2,356)
现金变动	(2,140)	(1,758)	(5,968)	13,338	14,702
期初现金	12,714	10,574	8,816	2,848	16,185
公司自由现金流	14,585	(33,705)	(34,602)	15,694	17,058
权益自由现金流	587	4,958	(2,198)	15,694	17,058

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	10,574	8,816	2,848	16,185	30,887
应收帐款	12,056	13,077	12,451	13,346	13,753
库存	1,092	2,412	1,963	2,272	2,252
其他流动资产	14,411	6,308	7,932	7,393	8,166
流动资产总计	38,133	30,613	25,194	39,196	55,059
固定资产	285,469	351,157	372,157	376,707	371,357
无形资产	2,771	2,771	2,771	2,771	2,771
其他长期资产	22,379	32,504	32,504	32,504	32,504
长期资产总计	310,619	386,432	407,432	411,982	406,632
总资产	348,752	417,045	432,626	451,178	461,691
应付帐款	67,509	104,072	89,751	101,189	101,690
短期债务	25,008	66,505	63,909	63,909	63,909
其他流动负债	35,416	29,248	26,098	28,849	29,162
流动负债总计	127,933	199,825	179,758	193,947	194,761
长期借款	7,997	7,759	42,759	42,759	42,759
其他长期负债	5,095	2,994	2,994	2,994	2,994
股本	2,329	2,310	2,001	2,001	2,001
储备	205,396	204,155	205,033	209,310	218,920
股东权益	207,725	206,465	207,034	211,311	220,921
少数股东权益	2	2	2	2	2
总负债及权益	348,752	417,045	432,547	451,013	461,437
每股帐面价值(人民币)	8.74	8.76	8.79	8.97	9.38
每股有形资产(人民币)	8.62	8.65	8.67	8.85	9.26
每股净负债(现金)	0.94	2.78	4.41	3.84	3.22

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	43.2	37.9	38.0	40.6	44.2
息税前利润率	13.0	6.9	4.6	6.7	11.8
税前利润率	22.9	7.7	4.0	5.6	9.6
净利率	21.7	5.9	2.7	3.7	6.4
流动性(倍)					
流动比率	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
利息覆盖率	8.5	10.2	2.9	3.1	5.1
净权益负债率(%)	10.8	31.7	50.1	42.8	34.3
速动比率	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3
估值(倍)					
市盈率	5.7	21.3	45.8	32.1	17.8
核心业务市盈率	13.1	20.1	45.8	32.1	15.8
目标价对应核心业务市盈率	11.3	17.2	39.2	27.5	13.6
市净率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
价格/现金流	2.0	2.3	5.0	2.6	2.9
企业价值/息税折旧前利润	3.1	4.3	4.8	4.2	3.5
周转率					
存货周转天数	6.9	5.9	7.3	7.0	7.5
应收帐款周转天数	27.7	31.1	28.9	29.9	29.4
应付帐款周转天数	155.1	247.5	208.6	226.4	217.1
回报率					
股息支付率(%)	13.8	41.6	55.8	39.1	43.3
净资产收益率 (%)	17.9	4.4	2.0	2.9	5.0
资产收益率 (%)	5.6	1.9	1.1	1.6	2.9
已运用资本收益率(%)	8.7	3.8	2.3	3.5	6.3

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準则》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, 亦并未考慮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，其可行性將取决于投資者的自身情況及目標。投資者須在采取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。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 條之强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 條之强制規定披露其在本報告中提及的任何証券(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