

2010年5月17日

# 工商银行

## 公司信息更新

A	<b>持有</b>
	601398.SS - 人民币 4.53 目标价格: 人民币 5.05
H	<b>持有</b>
	1398.HK - 港币 5.72 目标价格: 港币 5.96

**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(%)	(17)	(8)	(8)	6
相对新华富时A50指数(%)	5	7	5	7

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)	334,019
流通股 (%)	5
流通股市值 (人民币 百万)	68,090
3个月日均交易额 (人民币 百万)	532
主要股东(%)	
汇金公司	35

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**

工商银行正在采取“名单制”来管理政府融资平台贷款和房地产开发贷款,即只对全国155个城市(县)的政府融资平台和房地产开发贷款进行授信安排。在严格审查项目的还款来源的同时,对不同地区的分行实行分类管理,分省进行额度控制。目前按中国人民银行公布的统计口径,工行的政府融资平台贷款余额总计有7,000多亿,大约占全行业的12%左右。目前工行的流动性依然比较充裕,我们预计,尽管贷款需求仍然较强,但在额度控制十分严格且加息预期推迟的前提下,该行的净息差上升空间有限。目前工行在整个银行板块的估值水平并不具有很强的吸引力,维持对该行A、H股的持有评级。

### 支撑评级的要点

- 对政府融资平台和房地产开发贷款实行“名单制”管理。在对贷款项目本身进行严格审查的同时,还对不同地区的分行实行分类管理,分省进行额度控制。
- 贷款需求依然强劲,贷款定价能力仍有提高的空间。
- 2010年底执行新巴塞尔协议,采用高级法计算的加权风险资产比以前的计算方法低一些。

### 评级面临的主要风险

- 加息预期推后,甚至于年内不加息,净息差上升空间有限。
- 宏观经济二次探底,房价下跌导致资产质量恶化。

### 估值

- 目前A股的估值分别相当于2.0倍和1.8倍的2010年和2011年预期市净率,而H股的估值分别相当于2.2倍和2.0倍的2010年和2011年预期市净率。我们认为工行在整个银行板块的估值水平并不具有很强的吸引力,仍然维持对该行A、H股的持有评级。

### 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)	263,037	245,821	304,502	366,843	433,745
净利润 (人民币 百万)	112,869	128,101	144,301	158,244	180,852
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.338	0.384	0.432	0.474	0.541
变动(%)	36.5	13.5	12.6	9.7	14.3
市盈率(倍)	13.4	11.8	10.5	9.6	8.4
每股净资产值 (人民币 元)	1.8	2.0	2.3	2.5	2.8
市净率(倍)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6
净资产收益率 (%)	19.8	20.1	20.3	19.9	20.3
每股股息 (人民币 元)	0.166	0.171	0.193	0.211	0.241
股息收益率 (%)	3.7	3.8	4.3	4.7	5.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 股价相对指数表现 (H 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

## 股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	(11)	(8)	3	27
相对恒生中国企业指数 (%)	(2)	2	2	5

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)	334,019
流通股 (%)	18
流通股市值 (港币 百万)	336,264
3 个月日均交易额 (港币 百万)	1,679

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)	263,037	245,821	304,502	366,843	433,745
净利润	110,841	128,645	144,845	158,788	181,396
完全摊薄每股收益 (人民币)	0.332	0.385	0.434	0.475	0.543
增长率 (%)	36.0	16.1	12.6	9.6	14.2
市盈率 (倍)	15.1	13.0	11.6	10.5	9.2
每股净资产值 (人民币)	1.8	2.0	2.3	2.5	2.8
市净率 (倍)	2.8	2.5	2.2	2.0	1.8
净资产收益率 (%)	19.4	20.2	20.3	19.9	20.3
每股股息 (人民币 元)	0.166	0.171	0.193	0.211	0.241
股息收益率 (%)	3.3	3.4	3.8	4.2	4.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 采取“名单制”控制地方政府融资平台和房地产开发贷款

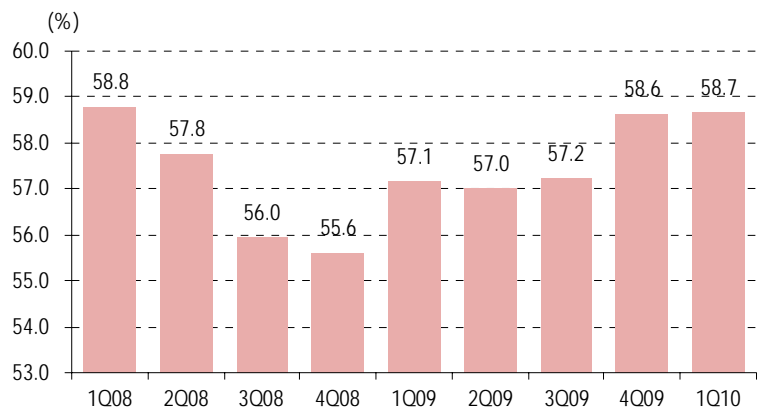
如果按中国人民银行公布的统计口径，工行的政府融资平台贷款余额总计有 7,000 多亿，大约占全行业的 12%。工行目前对政府融资平台和房地产开发贷款实行“名单制”管理。所谓的“名单制”是指，工行只对全国 155 个城市（县）的政府融资平台和房地产开发贷款进行授信安排，这 155 个城市中 85% 是省会和地级市，15% 属于全国百强县。如果某个城市（县）不在这 155 个城市之列，总行一律不予授信和审批。目前工行正在对地方政府融资平台贷款按不同的信贷条件进行排查，最主要的是看还款的资金来源，如果资金来源出了问题就要进入次级类贷款，目前政府融资平台贷款的不良率在 0.03%。此外，工行在对贷款项目本身进行严格审查的同时，还对不同地区的分行实行分类管理，分省进行额度控制。我们认为，在今年 16-17% 的整体信贷增速的前提下，工行今年政府融资平台贷款的投向主要针对那些去年已经审批、分期提款的大型项目。

## 净息差上升仍然有限

尽管按照工行自己的口径，今年 1 季度的净息差略有上升，但是我们预计，在加息预期可能推后的情况下，全年的净息差上升空间依然有限。未来 1-2 个月净息差上升的主要动力仍然是存款活期化和贷款的定价能力提高。此外，目前工行的流动性依然比较宽裕，我们预计在贷款需求仍然较强而额度控制十分严格的前提下，工行会将更多资金转向收益率较低的同业市场和债券市场。

相比同业而言，工行的贷存比非常低，只有 58.7%。但在额度和风险控制的前提下，我们预计该行无意大幅提高贷存比，这也限制了净息差的上升。

图表 2.工商银行 08 年以来季度贷存比变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

## 资产质量稳定

尽管我们对中长期的资产质量仍然有所担忧，但是我们预计今年的资产质量仍然会保持稳定。如果相对乐观一点估计，今年工行的不良贷款余额可能会保持与去年持平，而信贷成本会实现一个平滑的趋势。

## 2010 年底执行新巴塞尔协议

工行将在 2010 年底执行新巴塞尔协议，目前从进展来看，信用风险评估已经采用高级法，而市场风险评估正在向高级法靠拢。根据工行自己的测算，基于过去十几年间的历史数据，采用高级法计算的风险加权资产（RWA）比以前的传统算法计算出来的结果低。

## 估值

目前 A 股的估值分别相当于 2.0 倍和 1.8 倍的 2010 年和 2011 年预期市净率，而 H 股的估值分别相当于 2.2 倍和 2.0 倍的 2010 年和 2011 年预期市净率。我们认为工行在整个银行板块的估值水平并不具有很强的吸引力，仍然维持对该行 A、H 股的**持有**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	263,037	245,821	304,502	366,843	433,745
净手续费及佣金收入	44,002	55,147	62,503	67,684	73,642
其他非息收入	2,719	8,443	4,916	5,353	5,854
营业收入	309,758	309,411	371,922	439,880	513,241
营业费用	(89,831)	(103,206)	(121,220)	(146,485)	(166,783)
拨备前经营利润	219,927	206,205	250,702	293,395	346,458
贷款损失准备	(36,512)	(21,682)	(43,116)	(65,860)	(85,990)
其他风险准备	(19,016)	(1,603)	(3,137)	(1,005)	(1,468)
营业利润	164,399	182,920	204,449	226,531	259,000
非经常性项目	1,770	0	1	1	1
来自联营公司的利润	0	1,987	2,200	2,200	2,200
税前利润	166,169	184,907	206,650	228,732	261,201
营业税	(18,765)	(18,157)	(20,604)	(25,242)	(28,770)
所得税	(34,150)	(37,898)	(40,842)	(44,252)	(50,486)
税后利润	113,254	128,852	145,204	159,238	181,945
少数股东损益	(385)	(751)	(903)	(994)	(1,093)
净利润	112,869	128,101	144,301	158,244	180,852
+/-%	37	13	13	10	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	1,693,024	1,693,048	2,307,425	2,643,337	2,926,187
银行间贷款	331,856	644,127	756,643	854,355	1,027,736
衍生产品交易投资	15,721	6,929	7,622	8,384	9,222
总客户贷款	4,571,994	5,728,626	6,816,016	7,626,629	8,452,016
减：拨备	(135,983)	(145,452)	(179,431)	(236,292)	(312,818)
投资	3,048,330	3,597,231	4,033,460	4,652,606	5,373,269
联营公司	28,421	36,278	37,383	38,488	39,593
净固定资产	79,759	95,156	101,330	105,502	106,049
<b>总资产</b>	<b>9,757,654</b>	<b>11,783,754</b>	<b>14,010,306</b>	<b>15,824,975</b>	<b>17,755,395</b>
<b>负债及权益</b>					
客户保证金	8,223,446	9,772,749	11,627,781	13,010,647	14,418,716
存放同业	650,902	1,037,694	1,289,906	1,604,809	1,998,060
总负债	9,150,516	11,106,119	13,252,251	14,978,708	16,808,280
普通股股本(面值)	334,019	334,019	334,019	334,019	334,019
储备(包括股本溢价)	197,018	221,414	275,110	331,607	392,641
留存盈利	72,146	117,160	143,432	174,651	213,918
总股东资金	603,183	672,593	752,561	840,277	940,578
少数股东权益	3,955	5,041	5,493	5,990	6,536
已运用资本	607,138	677,634	758,053	846,266	947,114
<b>总负债及权益</b>	<b>9,757,654</b>	<b>11,783,753</b>	<b>14,010,305</b>	<b>15,824,974</b>	<b>17,755,394</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) — A 股**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	145,376	167,294	186,590	204,033	232,975
非现金项目	90,123	26,879	46,707	71,506	95,305
其他变动	(1,538)	(1,021)	2,100	100	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	175,497	269,648	681,594	598,722	738,458
经营产生的现金流	409,458	462,800	916,992	874,361	1,066,837
投资及融资回报	(588)	(624)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
支付税金	(38,545)	(58,938)	(36,758)	(39,831)	(45,442)
<b>总现金流</b>	<b>370,325</b>	<b>403,238</b>	<b>878,934</b>	<b>833,230</b>	<b>1,020,095</b>
投资	28,627	(585,828)	(456,374)	(637,291)	(738,808)
<b>自由现金流</b>	<b>398,952</b>	<b>(182,590)</b>	<b>422,561</b>	<b>195,939</b>	<b>281,287</b>
收购	(39,203)	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	359,749	(182,590)	422,556	195,934	281,282
融资活动产生的净现金	(44,684)	(15,119)	(64,333)	(70,528)	(80,550)
<b>汇兑影响</b>	<b>305,604</b>	<b>(197,897)</b>	<b>358,222</b>	<b>125,406</b>	<b>200,732</b>

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	5.7	4.5	4.4	4.8	5.0
资金成本	2.1	1.6	1.5	1.7	1.7
利差	3.6	2.9	3.0	3.2	3.3
净息差	3.4	2.7	2.8	3.0	3.1
其他收入/总收入	15.1	20.6	18.1	16.6	15.5
成本收入比	29.0	33.4	32.6	33.3	32.5
有效税率	31.8	30.3	29.7	30.4	30.3
<b>增长</b>					
贷款增长率	12.2	25.3	19.0	11.9	10.8
存款增长率	19.2	18.8	19.0	11.9	10.8
资产增长率	12.4	20.8	18.9	13.0	12.2
可持续增长率	99.7	94.4	87.2	80.5	81.4
<b>流动性</b>					
贷存比	55.6	58.6	58.6	58.6	58.6
贷款/付息资金	51.3	52.6	52.5	51.9	51.2
贷款/总资产	46.9	48.6	48.7	48.2	47.6
<b>资产质量</b>					
不良贷款	2.3	1.5	1.7	2.6	3.2
一般拨备率	1.4	1.7	1.4	1.4	1.4
专项准备覆盖率	69.2	51.4	71.8	64.5	71.8
总拨备覆盖率	130.1	164.4	156.9	117.4	115.3
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.2	5.7	5.4	5.3	5.3
盈余资本	4.3	3.8	3.1	2.7	2.4
总资本充足率	12.3	11.8	11.1	10.7	10.4
一级资本充足率	10.8	9.9	9.6	9.2	8.9
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
净资产收益率	19.8	20.1	20.3	19.9	20.3
已运用资本收益率	19.6	19.9	20.1	19.7	20.2
结构性已运用资本收益率	30.8	30.0	27.7	26.1	26.5

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	263,037	245,821	304,502	366,843	433,745
净手续费及佣金收入	44,002	55,147	62,503	67,684	73,642
其他非息收入	3,156	8,443	4,916	5,353	5,854
营业收入	310,195	309,411	371,922	439,880	513,241
营业费用	(92,570)	(102,662)	(120,676)	(145,941)	(166,239)
拨备前经营利润	217,625	206,749	251,246	293,939	347,002
贷款损失准备	(36,512)	(21,682)	(43,116)	(65,860)	(85,990)
其他风险准备	(18,950)	(1,603)	(3,137)	(1,005)	(1,468)
营业利润	162,163	183,464	204,993	227,075	259,544
非经常性项目	0	0	1	1	1
来自联营公司的利润	1,978	1,987	2,200	2,200	2,200
税前利润	164,141	185,451	207,194	229,276	261,745
营业税	(18,765)	(18,157)	(20,604)	(25,242)	(28,770)
所得税	(34,150)	(37,898)	(40,842)	(44,252)	(50,486)
税后利润	111,226	129,396	145,748	159,782	182,489
少数股东损益	(385)	(751)	(903)	(994)	(1,093)
净利润	110,841	128,645	144,845	158,788	181,396
+/-%	36	16	13	10	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) — H股**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>资产</b>					
现金及等价物	40,025	38,842	40,007	41,207	42,444
银行间贷款	1,984,855	2,298,333	3,024,061	3,456,485	3,911,480
衍生产品交易投资	17,180	6,929	7,622	8,384	9,222
总客户贷款	4,571,994	5,728,626	6,816,016	7,626,629	8,452,016
减: 拨备	(135,983)	(145,452)	(179,431)	(236,292)	(312,818)
投资	3,046,851	3,598,002	4,034,331	4,653,577	5,374,340
联营公司	28,421	36,278	37,383	38,488	39,593
净固定资产	86,800	95,684	102,303	106,919	107,910
其他资产	117,003	127,811	129,858	131,965	134,139
<b>总资产</b>	<b>9,757,146</b>	<b>11,785,053</b>	<b>14,012,149</b>	<b>15,827,362</b>	<b>17,758,326</b>
<b>负债及权益</b>					
客户保证金	8,224,172	9,772,749	11,627,781	13,010,647	14,418,716
存放同业	650,902	1,037,694	1,289,906	1,604,809	1,998,060
其他借款	35,000	75,000	75,000	75,000	75,000
总借款	8,910,074	10,885,443	12,992,687	14,690,456	16,491,776
其他负债	240,442	220,676	259,565	288,252	316,503
总负债	9,150,516	11,106,119	13,252,251	14,978,708	16,808,280
普通股股本 (面值)	334,019	334,019	334,019	334,019	334,019
储备(包括股本溢价)	195,727	221,943	276,083	333,024	394,502
留存盈利	72,929	117,931	144,303	175,622	214,989
总股东资金	602,675	673,893	754,405	842,665	943,510
少数股东权益	3,955	5,041	5,493	5,990	6,536
已运用资本	606,630	678,934	759,897	848,654	950,046
<b>总负债及权益</b>	<b>9,757,146</b>	<b>11,785,053</b>	<b>14,012,149</b>	<b>15,827,362</b>	<b>17,758,326</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	145,376	167,294	186,590	204,033	232,975
非现金项目	90,123	26,879	46,707	71,506	95,305
其他变动	(1,538)	(1,021)	2,100	100	100
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	175,497	269,648	681,594	598,722	738,458
经营产生的现金流	409,458	462,800	916,992	874,361	1,066,837
投资及融资回报	(588)	(624)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
支付税金	(38,545)	(58,938)	(36,758)	(39,831)	(45,442)
<b>总现金流</b>	<b>370,325</b>	<b>403,238</b>	<b>878,934</b>	<b>833,230</b>	<b>1,020,095</b>
投资	28,627	(585,828)	(456,374)	(637,291)	(738,808)
<b>自由现金流</b>	<b>398,952</b>	<b>(182,590)</b>	<b>422,561</b>	<b>195,939</b>	<b>281,287</b>
收购	(39,203)	0	(5)	(5)	(5)
投资者可用现金	359,749	(182,590)	422,556	195,934	281,282
融资活动产生的净现金	(44,684)	(15,119)	(64,333)	(70,528)	(80,550)
<b>现金增(减)</b>	<b>305,604</b>	<b>(197,897)</b>	<b>358,222</b>	<b>125,406</b>	<b>200,732</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	4.9	3.8	3.8	4.0	4.2
资金成本	2.1	1.6	1.5	1.7	1.7
利差	2.7	2.2	2.3	2.4	2.5
净息差	2.9	2.3	2.4	2.5	2.6
其他收入/总收入	15.2	20.6	18.1	16.6	15.5
成本收入比	29.8	33.2	32.4	33.2	32.4
有效税率	32.2	30.2	29.7	30.3	30.3
<b>增长</b>					
贷款增长率	12.2	25.3	19.0	11.9	10.8
存款增长率	19.2	18.8	19.0	11.9	10.8
资产增长率	12.4	20.8	18.9	13.0	12.2
可持续增长率	98.5	94.7	87.5	80.6	81.6
<b>流动性</b>					
贷存比	55.6	58.6	58.6	58.6	58.6
贷款/付息资金	51.3	52.6	52.5	51.9	51.2
贷款/总资产	46.9	48.6	48.6	48.2	47.6
<b>资产质量</b>					
不良贷款不良贷款	2.3	1.5	1.7	2.6	3.2
一般拨备率	1.4	1.7	1.4	1.4	1.4
专项准备覆盖率	69.2	51.4	71.8	64.5	71.8
总拨备覆盖率	130.1	164.4	156.9	117.4	115.3
信用风险成本	(0.80)	(0.38)	(0.63)	(0.86)	(1.02)
关注类贷款	5.20	4.00	8.50	7.00	7.00
<b>资本充足率</b>					
权益资产比率	6.2	5.7	5.4	5.3	5.3
盈余资本	4.3	3.8	3.1	2.7	2.4
总资本充足率	12.3	11.8	11.1	10.7	10.4
一级资本充足率	10.8	9.9	9.6	9.2	8.9
<b>回报率</b>					
资产收益率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
净资产收益率	19.4	20.2	20.3	19.9	20.3
已运用资本收益率	19.3	20.0	20.1	19.7	20.2
结构性已运用资本收益率	30.3	30.1	27.8	26.2	26.6

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：工商银行。

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5月13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 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