

2010年6月29日

威孚高科

调研更新

A 持有 (↓买入)

000581.SZ - 人民币 14.30
 目标价格: 人民币 15.52 (↓17.19)

B 持有 (↓买入)

200581.SZ - 港币 8.79
 目标价格: 港币 9.47 (↑7.89)

我们认为随着排放标准的趋严,公司是最大的受益者且具有中长期竞争力。我们预计公司7月订单仍旧饱满,但对之后订单的预见度较低,下半年及明年重卡销量增长不排除回落的风险。目前来看,我们认为公司估值在行业中处于中上水平。我们将公司2010-2011年每股收益调整为1.11元和1.32元,将A股和B股的目标价格分别调整为15.52人民币和9.47港币,短期内将评级均下调至**持有**。

支撑评级的要点

- 预计博世汽柴今年录得2.7亿元投资收益,与08年基本持平。
- 预计本部EGR配套泵产品订单饱满,随着共轨泵和喷油器业务的增加,销售收入有望同比增长20%。
- 预计力达、金宁和联合电子等将录得稳定增长。

评级面临的主要风险

- 8月及以后订单情况不明朗。
- 估值处于行业中上水平。

估值

- 我们中长期看好公司的发展和竞争力,但短期来看,我们认为3-4季度以及2011年中重卡板块销量仍存在下滑风险和不确定性。我们将A股目标价格由17.19元下调至15.52元,将B股目标价格由7.89港币上调至9.47港币。由于目前公司估值相对行业平均处于中高位,我们暂时将评级均下调至**持有**。

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(%)	(24)	(4)	(23)	30
相对新华富时A50指数(%)	2	(0)	(5)	49

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)	567
流通股(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	6,682
3个月日均交易额(人民币 百万)	103
净负债比率(%) (2010E)	净现金
主要股东(%)	
无锡产业发展集团有限公司	18

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)	3,033	3,081	3,697	4,362	5,016
变动(%)	(3)	2	20	18	15
净利润(人民币 百万)	193	448	629	750	894
全面摊薄每股收益(人民币)	0.341	0.790	1.109	1.323	1.576
变动(%)	(16.1)	131.7	40.3	19.3	19.2
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.788	0.998	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.860	1.062	-
调整幅度(%)	-	-	29.0	24.6	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	41.9	18.1	12.9	10.8	9.1
每股现金流量(人民币)	1.43	0.38	0.73	0.49	0.53
价格/每股现金流量(倍)	10.0	37.6	19.7	29.2	26.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.0	14.6	12.0	10.3	8.5
每股股息(人民币)	0.162	0.150	0.190	0.227	0.271
股息率(%)	1.1	1.0	1.3	1.6	1.9

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(B股)



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现(B股)

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(20)	(1)	(16)	71
相对深圳B股(%)	(12)	(4)	(9)	52

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据(B股)

发行股数(百万)	567
流通股(%)	82
流通股市值(港币百万)	4,107
3个月日均交易额(港币百万)	7
净负债比率(%) (2010E)	净现金

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

投资摘要(B股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	3,033	3,081	3,697	4,362	5,016
变动(%)	(3)	2	20	18	15
净利润(人民币百万)	193	448	629	750	894
全面摊薄每股收益(人民币)	0.341	0.790	1.109	1.323	1.576
变动(%)	(16.1)	131.7	40.3	19.3	19.2
市场预期每股收益(人民币)	-	0.685	0.860	1.100	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.860	1.062	-
调整幅度(%)	-	-	29.0	24.6	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	22.5	9.7	6.9	5.8	4.9
每股现金流量(人民币)	1.43	0.38	0.73	0.49	0.53
价格/每股现金流量(倍)	5.4	20.2	10.6	15.7	14.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.3	8.1	6.2	4.8	3.4
每股股息(人民币)	0.162	0.150	0.190	0.227	0.271
股息率(%)	2.1	2.0	2.5	3.0	3.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

博世汽柴

博世汽柴是公司盈利的主要来源, 我们估算其销售收入08-09年分别为52亿元和38亿元。公司主要的业务板块分为重卡共轨系统、轻型车共轨系统和喷油器业务。目前来看, 重卡共轨系统仍然是主要盈利来源, 轻型车的共轨系统主要是转口贸易, 贡献收入但基本不贡献盈利, 喷油器业务已逐渐转移到威孚本部, 博世汽柴仅生产喷油嘴为该喷油器配套。2010年, 我们按照重型车共轨38.9万套的销量、12,000元的均价进行预计, 轻型车销量14.8万套、均价5,500元预计, 喷油器400万套、均价25元进行测算, 预计销售收入约为55.9亿元, 预计净利润8.4亿元, 略高于2008年水平。

图表2. 博世汽柴主要数据估算及预测

	2008年	2009年	2010年预测
销售总收入(百万元)	5,200	3,800	5,588
销售套数(套)	450,000	380,000	537,600
重型	300,000	250,000	389,400
轻型	150,000	130,000	148,200
净利润(百万元)	800	480	841

资料来源: 中银国际研究

我们对于以上销量的预计是基于一些假设, 我们认为博世汽柴会计政策十分保守, 但3-4季度会陆续将一些保守计提的费用冲回, 故预计公司3-4季度的投资收益可能出现较大提升。对于重卡共轨产品, 我们认为今年仍能维持09年12,000元/台的均价, 销量方面, 我们认为09年实际的市场需求为30万套以上, 因为09年初存在消库存的因素。参照我们对今年重卡行业销量18%同比增长率的预测, 我们预计博世汽柴今年重卡共轨的销量为38.9万台。由于我们认为共轨的市场份额还在逐渐攀升, 故我们认为这样的销量预期实际上相对保守。

我们认为原定于今年年初执行的国IV标准推广的日期将会有所延迟, 目前还难以预计, 在此之前, 我们认为博世汽柴在欧III的共轨产品上有较大的垄断优势。我们认为电装在国内的独资企业也有近10万台的产能, 但主要供给重汽使用, 销量2-3万台。另外, 重汽与MAN的合作, 预计将来会逐步国产化共轨产品, 而由于MAN在国外燃油喷射系统的供应商正是博世集团, 故我们认为未来威孚与重汽的合作也并非完全不可能, 这将更进一步的提升博世汽柴的市场份额。

威孚本部业务

威孚汽柴及本部——主要从事符合国 II 标准的机械泵的生产制造，我们认为国 III 的实施对机械泵的销量带来不少的负面影响，但同时，由于 EGR 产品仍然需要机械泵的供货，维修市场、工程机械市场仍有需求等，销量下滑速度低于预期。

从 09 年 8 月开始，博世汽柴陆续把机械泵的喷油器业务转让给威孚汽柴，其中 P 系列喷油器主要配套中重型柴油机，S 系列喷油器配套轻型柴油机。但喷油器的油嘴仍然由博世汽柴为威孚汽柴配套。转移的喷油器业务从 09 年 8 月开始，为威孚本部的喷油器板块增加了 2.7 亿元的收入，粗略预计今年 400 万套的销量，将对应销售收入 6-7 亿元。

博世汽柴共轨泵的业务也有部分转移到威孚本部制造，由于目前威孚本部的产能仍然不足，博世汽柴共轨泵部分由博世日本提供，预计未来都将由威孚汽柴承接。我们估算去年公司本部生产 6.5 万台，对应销售收入 1.4 亿元，今年将能翻倍。

威孚力达——威孚力达主要生产净化器和消声器产品，09 年合并报表层面为公司贡献近 2,900 万盈利，投资收益部分贡献大约 3,100 万元盈利。公司的净化器主要用于自主品牌乘用车和微型客车等，预计占自主品牌乘用车市场份额的 50%-60%，未来在匹配合资企业的新车型上也有望替代部分进口净化器。

我们认为未来为了达到国 IV 标准，现行的共轨柴油机都必须加装后处理系统，主要分为 SCR 和 EGR+DPF 两种技术路线，基于对国内现状的判断，我们认为博世集团及威孚集团更倾向于 SCR 的技术路线。我们认为目前进口 SCR 系统的售价在 5 万元左右，未来国产化之后将有望降低至 1-2 万元。我们预计未来力达旗下的威孚环保催化剂将有可能为 SCR 系统提供催化剂产品，而博世汽柴将负责系统的集成生产。因此预计当国 IV 标准实施时，力达还将获得新的增长点。

其他——联合电子主要生产乘用车的汽油电喷系统，市场份额 40%以上。公司 09 年随着市场的增长，销量实现大幅度提升，考虑计提费用等因素在内，我们预计今年盈利实现 20-30%的平稳增长。威孚金宁未来主要配套电控 VE 泵，为高端轻型车配套，下游包括江淮汽车、福田汽车、江铃汽车等。我们认为金宁公司人员较多，历史负担较重，加上我们对今年高端轻卡的销量增长预计为 15%，我们目前预计公司今年实现 15%-20%的净利增长。

估值

在下半年重卡行业不出现大幅下滑的情况下，我们预计博世汽柴全年贡献 2.6 亿左右的投资收益，与 08 年基本持平；预计中联电子亦带来近 2 亿的投资收益。本部随着喷油器和共轨泵业务的增长，以及今年机械泵产品销量的增加，预计合并报表层面销售收入增长 20%左右。我们将 2010 年和 2011 年的每股收益分别上调至 1.11 和 1.32 元，我们将 A 股目标价格下调至 15.52 人民币，将 B 股目标价格上调至 9.47 港币，评级均下调为**持有**。

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	3,033	3,081	3,697	4,362	5,016
销售成本	(2,481)	(2,494)	(2,935)	(3,472)	(3,993)
经营费用	(164)	(9)	(117)	(204)	(290)
经营利润(息税前利润)	(48)	124	164	185	212
折旧及摊销	(437)	(454)	(481)	(501)	(522)
息税折旧前利润	389	578	644	686	734
净利息收入(费用)	(72)	(31)	(11)	7	25
其他收益/(损失)	336	390	525	619	729
税前利润	216	483	678	810	967
所得税	(9)	(19)	(27)	(34)	(42)
少数股东权益	(13)	(15)	(22)	(26)	(31)
净利润	193	448	629	750	894
核心净利润	192	449	629	750	894
每股收益(人民币)	0.341	0.790	1.109	1.323	1.576
核心每股收益(人民币)	0.339	0.791	1.109	1.323	1.576
每股股息(人民币)	0.162	0.150	0.190	0.227	0.271
收入增长(%)	(3)	2	20	18	15
息税前利润增长(%)	(120)	(358)	32	13	15
息税折旧前利润增长(%)	(32)	49	12	6	7
每股收益增长(%)	(16)	132	40	19	19
核心每股收益增长(%)	(17)	134	40	19	19

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	639	430	1,196	1,999	2,864
应收帐款	475	751	902	1,064	1,224
库存	507	589	720	881	1,036
其他流动资产	422	613	450	450	450
流动资产总计	2,043	2,383	3,268	4,394	5,574
固定资产	1,218	1,185	1,107	1,025	939
无形资产	120	120	121	120	120
其他长期资产	1,216	1,348	1,348	1,348	1,348
长期资产总计	2,555	2,653	2,576	2,494	2,406
总资产	4,598	5,036	5,844	6,887	7,980
应付帐款	900	1,279	1,505	1,780	2,047
短期债务	843	533	550	650	680
其他流动负债	110	101	100	100	100
流动负债总计	1,853	1,912	2,155	2,530	2,827
长期借款	0	3	3	3	3
其他长期负债	18	28	28	28	28
股本	567	567	567	567	567
储备	1,939	2,295	2,839	3,482	4,247
股东权益	2,506	2,863	3,407	4,049	4,814
少数股东权益	221	230	251	277	308
总负债及权益	4,598	5,036	5,844	6,887	7,980
每股帐面价值(人民币)	4.42	5.05	6.01	7.14	8.49
每股有形资产(人民币)	4.21	4.83	5.79	6.92	8.28
每股净负债/(现金)(人民币)	0.37	0.19	(1.12)	(2.36)	(3.84)

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	216	483	678	810	967
折旧与摊销	437	454	481	501	522
净利息费用	72	31	11	(7)	(25)
运营资本变动	374	(41)	225	97	92
税金	(9)	(19)	(27)	(34)	(42)
其他经营现金流	(281)	(692)	(955)	(1,090)	(1,211)
经营活动产生的现金流	808	216	412	278	302
购买固定资产净值	(170)	(116)	(88)	(88)	(88)
投资减少/增加	38	145	520	614	724
其他投资现金流	13	15	0	0	0
投资活动产生的现金流	(118)	45	432	526	636
净增权益	0	2	0	0	0
净增债务	(643)	(317)	17	100	30
支付股息	(87)	(92)	(85)	(108)	(129)
其他融资现金流	(5)	77	(11)	7	25
融资活动产生的现金流	(735)	(330)	(79)	(1)	(73)
现金变动	(44)	(70)	765	803	865
期初现金	678	495	426	1,191	1,994
公司自由现金流	691	261	844	804	939
权益自由现金流	(24)	(88)	851	911	994

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	12.8	18.8	17.4	15.7	14.6
息税前利润率	(1.6)	4.0	4.4	4.2	4.2
税前利润率	7.1	15.7	18.3	18.6	19.3
净利率	6.4	14.5	17.0	17.2	17.8
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.7	2.0
利息覆盖率	(0.7)	3.9	15.1	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	7.7	3.6	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6
估值(倍)					
市盈率	41.9	18.1	12.9	10.8	9.1
核心业务市盈率	42.2	18.1	12.9	10.8	9.1
目标价对应核心业务市盈率	45.8	19.6	14.0	11.7	9.8
市净率	3.2	2.8	2.4	2.0	1.7
价格/现金流	10.0	37.6	19.7	29.2	26.8
企业价值/息税折旧前利润	22.0	14.6	12.0	10.3	8.5
周转率					
存货周转天数	93.1	80.2	81.4	84.1	87.6
应收帐款周转天数	66.1	72.6	81.6	82.3	83.2
应付帐款周转天数	110.5	129.1	137.4	137.4	139.2
回报率(%)					
股息支付率	47.5	19.0	17.2	17.2	17.2
净资产收益率	7.9	16.7	20.1	20.1	20.2
资产收益率	(0.9)	2.5	2.9	2.8	2.7
已运用资本收益率	(1.3)	3.4	4.2	4.0	3.9

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

损益表—B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,033	3,081	3,697	4,362	5,016
销售成本	(2,481)	(2,494)	(2,935)	(3,472)	(3,993)
经营费用	(164)	(9)	(117)	(204)	(290)
经营利润(息税前利润)	(48)	124	164	185	212
折旧及摊销	(437)	(454)	(481)	(501)	(522)
息税折旧前利润	389	578	644	686	734
净利息收入(费用)	(72)	(31)	(11)	7	25
其他收益/(损失)	336	390	525	619	729
税前利润	216	483	678	810	967
所得税	(9)	(19)	(27)	(34)	(42)
少数股东权益	(13)	(15)	(22)	(26)	(31)
净利润	193	448	629	750	894
核心净利润	192	449	629	750	894
每股收益(人民币)	0.341	0.790	1.109	1.323	1.576
核心每股收益(人民币)	0.339	0.791	1.109	1.323	1.576
每股股息(人民币)	0.162	0.150	0.190	0.227	0.271
收入增长(%)	(3)	2	20	18	15
息税前利润增长(%)	(120)	(358)	32	13	15
息税折旧前利润增长(%)	(32)	49	12	6	7
每股收益增长(%)	(16)	132	40	19	19
核心每股收益增长(%)	(17)	134	40	19	19

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

资产负债表—B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	639	430	1,196	1,999	2,864
应收帐款	475	751	902	1,064	1,224
库存	507	589	720	881	1,036
其他流动资产	422	613	450	450	450
流动资产总计	2,043	2,383	3,268	4,394	5,574
固定资产	1,218	1,185	1,107	1,025	939
无形资产	120	120	121	120	120
其他长期资产	1,216	1,348	1,348	1,348	1,348
长期资产总计	2,555	2,653	2,576	2,494	2,406
总资产	4,598	5,036	5,844	6,887	7,980
应付帐款	900	1,279	1,505	1,780	2,047
短期债务	843	533	550	650	680
其他流动负债	110	101	100	100	100
流动负债总计	1,853	1,912	2,155	2,530	2,827
长期借款	0	3	3	3	3
其他长期负债	18	28	28	28	28
股本	567	567	567	567	567
储备	1,939	2,295	2,839	3,482	4,247
股东权益	2,506	2,863	3,407	4,049	4,814
少数股东权益	221	230	251	277	308
总负债及权益	4,598	5,036	5,844	6,887	7,980
每股帐面价值(人民币)	4.42	5.05	6.01	7.14	8.49
每股有形资产(人民币)	4.21	4.83	5.79	6.92	8.28
每股净负债/(现金)(人民币)	0.37	0.19	(1.12)	(2.36)	(3.84)

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

现金流量表—B股(人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	216	483	678	810	967
折旧与摊销	437	454	481	501	522
净利息费用	72	31	11	(7)	(25)
运营资本变动	374	(41)	225	97	92
税金	(9)	(19)	(27)	(34)	(42)
其他经营现金流	(281)	(692)	(955)	(1,090)	(1,211)
经营活动产生的现金流	808	216	412	278	302
购买固定资产净值	(170)	(116)	(88)	(88)	(88)
投资减少/增加	38	145	520	614	724
其他投资现金流	13	15	0	0	0
投资活动产生的现金流	(118)	45	432	526	636
净增权益	0	2	0	0	0
净增债务	(643)	(317)	17	100	30
支付股息	(87)	(92)	(85)	(108)	(129)
其他融资现金流	(5)	77	(11)	7	25
融资活动产生的现金流	(735)	(330)	(79)	(1)	(73)
现金变动	(44)	(70)	765	803	865
期初现金	678	495	426	1,191	1,994
公司自由现金流	691	261	844	804	939
权益自由现金流	(24)	(88)	851	911	994

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

主要比率—B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	12.8	18.8	17.4	15.7	14.6
息税前利润率	(1.6)	4.0	4.4	4.2	4.2
税前利润率	7.1	15.7	18.3	18.6	19.3
净利率	6.4	14.5	17.0	17.2	17.8
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.7	2.0
利息覆盖率	(0.7)	3.9	15.1	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	7.7	3.6	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6
估值(倍)					
市盈率	22.5	9.7	6.9	5.8	4.9
核心业务市盈率	22.7	9.7	6.9	5.8	4.9
目标价对应核心业务市盈率	24.4	10.5	7.5	6.3	5.2
率					
市净率	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
价格/现金流	5.4	20.2	10.6	15.7	14.4
企业价值/息税折旧前利润	12.3	8.1	6.2	4.8	3.4
周转率					
存货周转天数	93.1	80.2	81.4	84.1	87.6
应收帐款周转天数	66.1	72.6	81.6	82.3	83.2
应付帐款周转天数	110.5	129.1	137.4	137.4	139.2
回报率(%)					
股息支付率	47.5	19.0	17.2	17.2	17.2
净资产收益率	7.9	16.7	20.1	20.1	20.2
资产收益率	(0.9)	2.5	2.9	2.8	2.7
已运用资本收益率	(1.3)	3.4	4.2	4.0	3.9

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 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