

2010年8月13日

中材国际

新兴市场及环保业务进展顺利

A **买入**
 600970.SS - 人民币 27.19
 目标价格: 人民币 32.03 (↓38.32)

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090249

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(%)	32	42	45	35
相对新华富时A50 指数(%)	57	40	49	58

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	759
流通股 (%)	58
流通股市值 (人民币 百万)	11,878
3个月日均交易额 (人民币 百万)	97
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
中材股份	42

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李大为为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

公司中报业绩超过预期, 装备制造与销售业务增幅明显, 公司装备自给率的提升带动毛利率整体上升, 国外新签订单呈明显恢复状态, 尤其是公司在印度市场新签合同展示了公司的竞争优势, 将逐步打破竞争对手在印度垄断大半市场份额的局面。此外, 公司利用自身优势发展水泥窑垃圾处理业务的前景看好。我们将目标价格下调至 32.03 元, 维持买入评级。

中报要点

- 公司上半年实现营业收入 103.52 亿元, 同比增长 42.39%, 实现归属于上市公司股东净利润 6.30 亿元, 同比增长 99.18%。
- 公司与主要竞争对手相比价格更低、工期更短、服务更优, 预计在印度市场份额将快速增长。
- 利用水泥窑处理生活垃圾和污泥存在较好市场前景, 公司在此方面已积累前期经验, 存在技术优势。
- 公司上半年装备自给率的提升带动该业务毛利率上升, 预计公司会将装备自给率从目前 32% 提高至 50% 以上, 进一步提升毛利率水平。

估值

- 我们对公司 2010-2012 年的盈利预测为 1.75 元、2.14 元和 2.72 元, 基于 2011 年 15 倍市盈率, 我们将目标价由 38.32 元下调至 32.03 元人民币, 维持**买入**评级。

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)	14,092	18,005	24,403	29,224	35,128
变动 (%)	14	28	36	20	20
净利润 (人民币百万)	312	744	1,330	1,621	2,067
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.478	1.764	1.752	2.135	2.723
变动 (%)	(2.4)	19.3	(0.7)	21.9	27.5
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.350	1.647	1.872
核心每股收益 (人民币)	2.373	1.826	1.929	2.295	2.873
变动 (%)	64.0	(23.1)	5.6	19.0	25.2
全面摊薄市盈率 (倍)	18.4	15.4	15.5	12.7	10.0
核心市盈率 (倍)	11.5	14.9	14.1	11.8	9.5
每股现金流量 (人民币)	20.23	1.94	5.53	5.17	6.41
价格/每股现金流量 (倍)	1.3	14.0	4.9	5.3	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2.2	4.5	6.3	4.1	2.3
每股股息 (人民币)	0.050	0.030	0.263	0.320	0.408
股息率 (%)	0.2	0.1	1.0	1.2	1.5

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

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变动%
营业收入	7,270	10,352	42.4
营业成本	(6,371)	(8,914)	39.9
营业税金及附加	(49)	(64)	30.0
销售费用	(51)	(68)	34.5
管理费用	(353)	(460)	30.4
财务费用	81	(15)	(117.9)
资产减值损失	(2)	(89)	N.M
公允价值变动	(41)	(8)	(81.4)
投资收益	8	36	360.1
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	492	770	56.6
营业外收入	22	27	23.1
营业外支出	(3)	(5)	85.5
利润总额	511	792	55.0
所得税费用	(131)	(146)	11.9
净利润	380	646	69.8
少数股东损益	(64)	(16)	(75.2)
归属于母公司所有者的净利润	316	630	99.2

数据来源：公司数据，中银国际研究

盈利预测及估值。公司中报业绩超过预期，装备制造与销售业务增幅明显，公司装备自给率的提升带动毛利率整体上升，国外新签订单呈明显恢复状态，尤其是公司在印度市场新签合同展示了公司的竞争优势，将逐步打破竞争对手在印度垄断大半市场份额的局面。此外，公司利用自身优势发展水泥窑垃圾处理业务的前景看好。

我们对公司 2010-2012 年的盈利预测为 1.752 元、2.135 元和 2.723 元，基于 2011 年 15 倍市盈率，将目标价下调至 32.03 元，维持**买入**评级。

2010 年中报业绩超预期。中材国际公告公司 2010 年上半年实现营业收入 103.52 亿元，同比增长 42.39%，实现利润总额 7.92 亿元，同比增长 55.01%；实现归属于上市公司股东净利润 6.30 亿元，同比增长 99.18%。中报公司主营业务利润率为 13.81%，同比增长 1.56 个百分点。分产品来看，占公司收入比重最大的机械装备制造与销售收入 70 亿元，同比大幅增长 60.44%，且机械装备制造与销售收入的营业利润率较去年同期增长了 1.81 个百分点，机械装备制造与销售收入的快速增长对公司整体的收入增长和毛利率提升作用明显。另外，公司在 09 年上半年收购了少数股东权益后，今年上半年少数股东权益占净利润比降至 2.5%，而去年同期为 16.8%，因此今年净利率增幅明显快于营业利润率的增幅。

主要指标变化情况

2010年中期公司综合毛利率为13.9%，较去年同期上升1.5个百分点；公司营业利润率为7.4%，较去年同期上升0.7个百分点；公司净利润率为6.1%，较去年同期上升1.7个百分点。2010年中期公司销售费用率0.7%，与去年同期持平；公司管理费用率为4.4%，较去年同期下降0.4个百分点；公司财务费用率为0.1%，较去年同期上升1.3个百分点。财务费用同比增加一方面是由于公司09年同期有大额的定期存款，本期存款减少，利息收入同比减少；另一方面，公司上半年由于欧元汇率下跌导致汇兑损失同比增加。

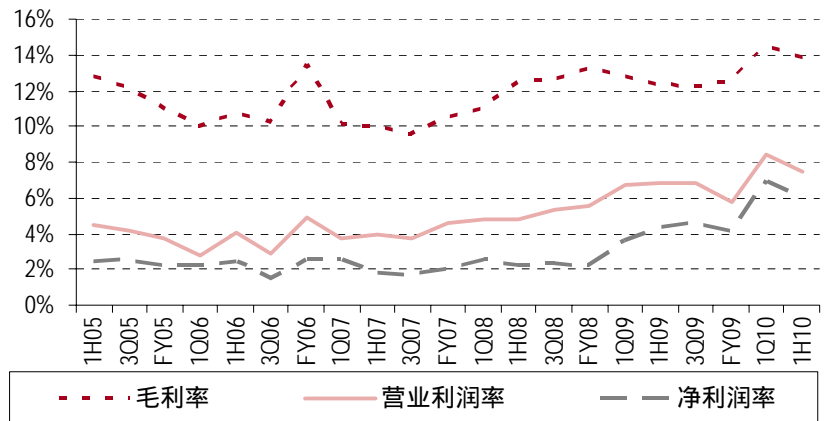
毛利率分布情况

境外7.18%，境内22.8%；总包7.31%，单项31.41%。6.31亿的净利润中，总包贡献了五个多亿，单项贡献了一个多亿。管理费用中的研发费用提升。财务费用中利息收入同比减少，利息支出同比减少，汇兑损益同比增加，综合来看对利润影响不大。公司综合毛利率提升，很大程度上得益于装备制造毛利率的提升。此外，印度市场公司目前市场份额2%，未来EP份额提高，毛利率超过国内一倍，印度市场EP工程项目增加将带动公司毛利率的上升。

其他财务情况

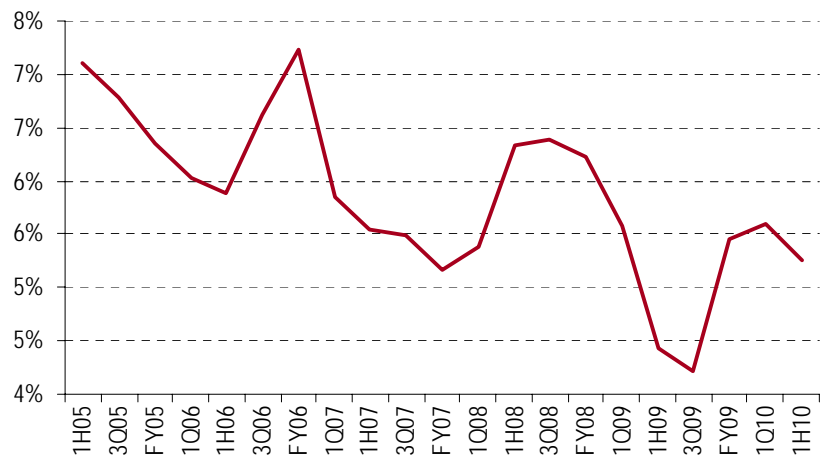
公司继续推行稳健财务政策，会计的估计和风险的评估是充分的，对于项目风险和成本因素有充分认识，对于可能延期项目的拨备也是充足的。展望下半年，公司财务整体运行稳健良好，毛利率可以维持上半年的高水平。汇率方面，2008年汇兑损益导致公司毛利率降低4.2%，目前公司汇率管理和风险控制的能力加强，2010年上半年影响毛利率0.8%，汇兑影响进入合理的范围。公司2010年上半年现金流波动属正常范围。2008年现金流很强得益于尼日利亚一笔较大的预付款。

图表 3. 利润率走势



资料来源：公司数据

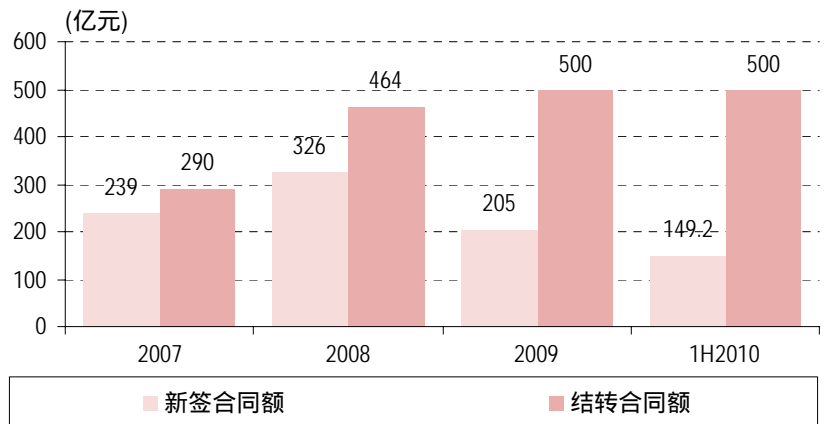
图表 4. 期间费用率



资料来源：公司数据

新签订单和未完工订单充沛，国外业务订单恢复明显

图表 5. 中材国际新签合同额及结转合同额



资料来源：公司数据

注：2009 年底和今年中期结转合同额为估计值，包含暂缓执行的合同额

公司近年来订单量充足，未完工结转的合同数额也在收入的两倍以上，而从新签合同额的国内外结构来看，2008年公司国外新签合同额为248亿元，2009年由于受到国际金融危机的影响，公司国外新签订单降至100亿，整体市场环境的影响而导致订单的绝对数量大幅下降，但是公司国际市场份额（不含中国）却由2008年的34%上升至36%，进一步巩固了世界第一的市场地位。与主要竞争对手Flsmidth相比，公司在价格和项目工期方面都具有一定的竞争优势，一个项目对手需要2两年半时间完成，中材国际需要两年的时间即可完成。

今年上半年国外业务订单恢复明显，公司上半年新签合同149.2亿元（包括意向性总承包协议53.24亿元），国内56.1亿，占比37.6%；海外93.1亿，占比62.4%。已签合同中，总包占比76.3%；安装占比6.4%；设计占比1.9%；其他占比0.2%。生产线运营合同大约为4.2亿，生产线备件合同一个多亿。玻璃生产线上半年合同400万，年内可能签下4000多万。截止中报，未完工结转的超过500亿（含意向性总包以及已经签订尚未执行）。32号文影响下，公司国内市场订单未降反升。未来一两年国内订单可能下滑，但是不会下滑得太快。从行业来看，国内EPC比例只有20%，海外EPC比例达到90%。

图表 6. 中材国际 2010 年截至目前重大项目签约情况

2010 年合同日期	重要合同签约工程概况	项目金额	建设工期
2010-1-12	国产实业（湖南）水泥有限公司熟料水泥生产线及配套工程	67500 万元	开工后 18 个月
2010-3-31	宁夏青铜峡水泥公司水泥粉末装备技术改造项目	4800 万元	
2010-3-31	天水中材水泥公司 2*2500t/d 新型干法水泥生产线及配套项目后续工程	28800 万元	
2010-4-17	土耳其 EREN 控股公司 2×10000t/d 水泥生产线工程总承包意向性协议	约 528278 万元（7.8 亿美元）	
2010-5-4	越南系养水泥股份公司 2×5000t/d 熟料生产线工程总承包合同	49125 万元	2011 年 7 月 31 日
2010-5-22	沙特阿拉伯 hail 水泥公司 5000t/d 熟料水泥生产线工程总承包合同	133066 万元（1.44 亿美元加 4000 万欧元）	31 个月
2010-5-25	OAO 拉法基水泥（俄罗斯）5000t/d 水泥生产线设计、供货、安装、调试承包	98884 万元(111298390 欧元)	38 个月
2010-6-2	拉法基集团印度公司 5000t/d 水泥生产线工程 EP 总承包合同	63969 万元（7200 万欧元）	36 个月
2010-8-12	保加利亚 7000t/d 水泥生产线工程 EPC 总承包合同	140045 万元（1.6 亿欧元）	29 个月
		合计金额 :111.4 亿元(国内 10.1 亿元，国外 101.3 亿元)	

资料来源：公司数据

在印度市场新签订单标志公司开拓一块重大市场空间

印度中产阶级稳定、宗教稳定、政权也稳定，整个社会的交通基础设施比中国落后 20 年，迎来了大发展的阶段。印度过去十年以老线改造为主，现在开始上大的新项目。一家 500 强企业提出 5 年在印度上 8 条万吨/日生产线；另有一家水泥企业提出上 10 条 5000 吨/日的生产线。中材国际进入印度市场已经两年，在业已完成全国布局的基础上，管理层认为目前进入印度市场的时机已经成熟。印度市场的潜力测算：年增 6000 万吨，每吨的投入约 130 美元，设备占比为 55% 左右。

印度市场的标准与其他市场并没有显著的不同，在印度市场也不存在明显提升的施工和索赔风险。近期管理层考察后，认为从水泥工业来看，不存在敌对氛围，关键仍然是合理定位，做好市场服务和项目管理。

FLSmith 的估值较高，靠的是其在印度的市场表现，目前其在印度市场的占有率达到 54%，而中材国际的市场份额只有 2%，前几年中材国际在印度的力度不够。中材国际在其他国家的优势在印度会逐步发挥。在印度市场，中材国际从中国采购辅机，成本节约 30%。在印度市场，劳工成本比中国低，工程师素质比较高，且具备一定的工业基础。印度市场的区别在于，印巴劳工的比例加大，EPC 中的 C 一般包出去。公司目前在印度市场项目以 EP 为主，价格较对手低 10% 左右。后期 EPC 有望上升。印度市场，近期可能会有非常积极的反馈。

与竞争对手相比存在竞争优势

较竞争对手，中材国际技术比肩。目前全球十七八条万吨线，中材国际实施了十三条，FLSmith 实施了四条（08 年海外万吨线的报价达到 4.4 亿美元）。在海外市场，中材国际的中国文化因素，是其优势之一。欧洲厂商喜欢白纸黑字做事情，中材国际愿意白纸黑字之外帮客户去解决一些客户甚至没有提前想到的问题。很多国家与中材国际合作，看中的是其灵活性，以及创新解决问题的能力。公司着眼长远，未来 30-50 年视客户为其利益共同体，其技术水平和技术服务是远远优于大多数竞争对手的。08 年公司 70% 的合同甚至采用人民币计价，显示了其技术的先进性和垄断性。此外，公司具备成本优势和速度优势，很多设备采购来自国内，有国内制造业的成本优势，此外，很多大型项目上，公司的施工速度能较对手快半年之久。

机械装备制造与销售能力加强

公司在机械设备的制造和销售方面的收入占总收入的近60%。该项业务的毛利率09年为18.4%，高于公司综合毛利率近6个百分点，公司通过管理整合以及产能扩张，装备提供能力加强，上半年累计完成主机设备制造4,176台。总承包项目装备自给率达32.85%。公司目前筹备组建一个装备制造集团以进一步加强这方面的竞争力，预计公司未来会将现有装备业务整合，并将装备自给率提高到50%以上，备件业务也会做强，装备自给率的提升有望带动公司整体毛利率的上升。

垃圾处理前景广阔

垃圾水泥窑处理国外有成功例子。例如日本，已经立法，吨熟料需要消耗400公斤的垃圾。通过水泥窑的方式削减废弃物是非常好的方式。中材国际七八年前就已经有用工业废弃物替代40%水泥原料的技术。未来污泥处理、淤泥处理、生活垃圾处理都可能和水泥窑息息相关，而且较垃圾焚烧厂和填埋厂的方式成本更加低廉。

垃圾处理方面，“十二五”国家直接资金投入就达1000亿。垃圾处理容量的判断：中国城市垃圾年增10%，城市生活垃圾年产1.5亿吨，累计已经堆存70亿吨。北京垃圾堆放已经占用了1.5万亩地。未来按照吨熟料处理120公斤垃圾测算，年处理生活垃圾能力达到1.2亿吨。目前全国水泥生产线1100多条中，距城市50公里半径的达到40%，具备生活垃圾处理可能；距污水处理厂30公里半径的达到60%，具备污泥处理潜力。保守测算，具备垃圾污泥处理能力的线也在200条以上。一条生产线，使其具备垃圾处理能力的追加投资在1.2亿左右，项目效益高，回收期通常在3.5-5年左右。

垃圾前置处理很关键，公司设备研发已经完毕，具备国家专利，主要是通过前置处理，消除异味和含氯的塑料袋等物质。公司相关人员在该领域的研究长达七八年了。公司对于上海水厂的污泥处理已经有了相关的技术和设备样机。垃圾处理业务长期发展下去，未来有非常大的空间，甚至可能超过公司目前主业。节能减排、循环经济未来将是水泥工业永恒主题，未来水泥窑有望成为绿色经济的载体。

全球水泥生产线市场预期

2009年世界水泥产量分布，中国占比52.41%，亚洲其他国家占比22.68%。市场预计2010年全国水泥需求增长8.1%-10%，2011年全国水泥需求增长5.6%-7.4%。印度未来几年年增水泥需求6000万吨。巴西的水泥需求增长也很迅猛，2010年增1000万吨。俄罗斯的水泥需求恢复明显，年增1000万吨的需求。金砖四国中的其他三国，未来几年的水泥年增需求就达到8000万吨以上。公司在非洲连续获得新单，所看到的亚洲其他国家情况也比较乐观。发达国家人均水泥消费量达到700公斤，水泥工业就达到了极大值。中国人均GDP才4000美元，水泥人均消费早就达到1200公斤以上，中国的水泥工业仍然蓬勃发展。中国有其特殊的国情，传统经验和规律可能并不适用。举例来说，一个立交桥美国需要建五年，中国可能一年就完工了，一年就需要消费对方五年的水泥用量。管理层一改以往悲观的情绪，认为未来10年海外市场将年增亿吨规模。公司海外业务仍然有一段长期的增长，谈及天花板为时过早。公司的乐观情绪，与拉法基中报悲观的预期并不同，可能服务市场有差别。拉法基在中国和印度的市场份额小。

公司发展战略

上市五年来，实现了业务和市场的全球化，取得水泥生产线市场全球第一的市场地位，目前进入了业务比较顺畅的时期。未来将对存量资源进行优化（加强装备垂直单元的整合，目前是销售额的30%，拟提高至50%的比例，该部分的毛利率20%以上，占比提升有利于带动综合毛利率），提升公司的制造业集成能力。此外，利用技术、研发、制造、资源以及资金的优势，包括企业价值支付能力的提升，加大有限多元化业务。业务模式扩张方面，在现有EP, EPC基础上，公司将会加大BT, BOT, BO, 卖方信贷。此外，公司将涉入太阳能光伏领域。公司未来定位不是工程包工头，也不是设备制造厂，公司的核心是研发，拥有达几千人的科研队伍。水泥线养护，在可预见的未来10年，仍然不是公司的主力市场。

损益表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	14,092	18,005	24,403	29,224	35,128
销售成本	(12,227)	(15,732)	(21,150)	(25,224)	(30,197)
经营费用 (包括折旧及摊销)	(744)	(1,094)	(1,391)	(1,653)	(1,975)
经营利润(息税前利润)	1,122	1,179	1,863	2,348	2,955
折旧及摊销	(108)	(126)	(152)	(194)	(245)
息税折旧前利润	1,013	1,053	1,711	2,154	2,710
净利息收入/(费用)	(134)	117	(26)	(23)	(21)
其他收益/(损失)	(235)	(94)	(60)	(52)	(42)
税前利润	644	1,076	1,625	2,079	2,647
所得税	(140)	(254)	(260)	(416)	(529)
少数股东权益	(192)	(78)	(35)	(42)	(50)
净利润	312	744	1,330	1,621	2,067
核心净利润	500	770	1,464	1,743	2,181
每股收益 (人民币)	1.478	1.764	1.752	2.135	2.723
每股股息 (人民币)	2.373	1.826	1.929	2.295	2.873
收入增长 (%)	0.050	0.030	0.263	0.320	0.408
息税前利润增长 (%)	14	28	36	20	20
息税折旧前利润增长 (%)	72	4	62	26	26
每股收益增长 (%)	64	5	58	26	26

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	644	1,076	1,625	2,079	2,647
折旧与摊销	108	126	152	194	245
净利息费用	134	(117)	26	23	21
运营资本变动	3,981	(656)	2,557	1,941	2,383
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(601)	390	(160)	(316)	(429)
经营活动产生的现金流	4,267	819	4,200	3,922	4,866
购买固定资产净值	(305)	(452)	(1,450)	(1,650)	(1,950)
投资减少/增加	9	3	0	0	0
其他投资现金流	(36)	(71)	94	94	93
投资活动产生的现金流	(333)	(520)	(1,356)	(1,556)	(1,857)
净增权益	29	0	0	0	0
净增债务	2,653	(2,676)	0	(200)	(200)
支付股息	(67)	(11)	(13)	(199)	(243)
其他融资现金流	(2,737)	2,125	(26)	(23)	(20)
融资活动产生的现金流	(122)	(561)	(39)	(422)	(463)
现金变动	3,812	(262)	2,805	1,943	2,546
期初现金	2,809	6,582	6,320	9,126	11,069
公司自由现金流	4,037	259	2,820	2,335	2,971
权益自由现金流	6,556	(2,427)	2,818	2,143	2,789

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	6,589	6,334	9,139	11,083	13,629
应收帐款	1,636	1,706	2,312	2,769	3,329
库存	2,084	2,476	3,328	3,969	4,752
其他流动资产	7,106	4,492	5,639	6,502	7,555
流动资产总计	17,415	15,007	20,419	24,323	29,264
固定资产	1,019	1,324	2,377	3,587	5,046
无形资产	177	290	336	381	427
其他长期资产	339	297	303	309	316
长期资产总计	1,535	1,911	3,015	4,277	5,789
总资产	18,950	16,919	23,434	28,600	35,053
应付帐款	13,261	13,282	17,965	21,492	25,807
短期债务	2,840	99	299	299	299
其他流动负债	970	959	1,349	1,657	2,037
流动负债总计	17,070	14,340	19,613	23,448	28,144
长期借款	0	65	(135)	(335)	(535)
其他长期负债	285	309	399	467	550
股本	168	422	422	422	422
储备	882	1,685	3,003	4,424	6,248
股东权益	1,050	2,107	3,424	4,846	6,670
少数股东权益	545	97	132	174	224
总负债及权益	18,950	16,919	23,434	28,600	35,053
每股帐面价值(人民币)	4.98	5.00	4.51	6.38	8.79
每股有形资产(人民币)	4.14	4.31	4.07	5.88	8.22
每股净负债(现金)	(17.74)	(14.60)	(11.80)	(14.63)	(18.24)

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	8.0	6.5	7.6	8.0	8.4
息税前利润率	7.2	5.8	7.0	7.4	7.7
税前利润率	4.6	6.0	6.7	7.1	7.5
净利率	2.2	4.1	5.4	5.5	5.9
流动性(倍)					
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
利息覆盖倍数	7.5	105.3	52.8	67.3	85.7
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	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
估值(倍)					
市盈率	18.4	15.4	15.5	12.7	10.0
市净率	11.5	14.9	14.1	11.8	9.5
价格/现金流	13.5	17.5	16.6	14.0	11.1
企业价值/息税折旧前利润	5.5	5.4	6.0	4.3	3.1
周转率					
存货周转天数	2.2	4.5	6.3	4.1	2.3
应收帐款周转天数					
应付帐款周转天数	58.9	52.9	50.1	52.8	52.7
回报率 (%)					
股息支付率	263.4	269.0	233.7	246.4	245.7
净资产收益率					
资产收益率	3.4	1.7	15.0	15.0	15.0
已运用资本收益率	30.7	47.1	48.1	39.2	35.9

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 8 月 11 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 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