2010 年 8 月 19 日

招商银行

攻守兼备的选择

A 买入
600036.SS – 人民币 13.88
目标价格: 人民币 16.49

H 持有 (↓买入)
3968.HK – 港币 20.15
目标价格: 港币 21.60(↑21.36)

孙鹏
(8610) 6622 9072
peng.sun@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300210070008

袁琳, CFA
(8610) 6622 9070
lin.yuan@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300200010034

2010 年上半年招商银行实现净利润 132 亿元，同比增长 59.8%，高于我们的预期 3%。在资产贷款结构调整和资金成本下降的推动下，该行二季度的净息差环比上升 12 个基点达到 2.5%。我们将 2010-2012 年的每股收益从之前的 1.08 元、1.12 元和 1.22 元上调至 1.14 元、1.20 元和 1.27 元。维持对该行 A 股的*买入*评级，但基于估值原因将 H 股的评级由买入下调为持有。

中报要点

- 2010 年上半年招商银行的净息差恢复好于预期，一方面贷款占比和收益率较高的中小企业贷款和个人消费及经营性贷款占比提高；另一方面，活期存款占比继续上升以及存款重新定价的完成，拉低了存款成本；我们将 2010 年的净息差上调了 3 个基点，并上调了盈利预测。
- 招商银行的不良贷款实现“双降”，拨备覆盖率接近 300%，考虑到其政府融资平台贷款占比相对较低以及较高的拨备覆盖率，其风险抵御能力相对较高。
- 需要关注的是该行的资本消耗加快，核心资本充足率下降到 8.05%，未来 2 年可能资本压力重现。
- 展望未来，该行的息差有望随着贷款结构的调整而继续提高，较好的资产负债结构适应于加息周期。
- 主要风险：再融资风险可能会逐步显现；关于银信理财产品的新政可能对该行的资本金和手续费收入产生较大影响。

估值

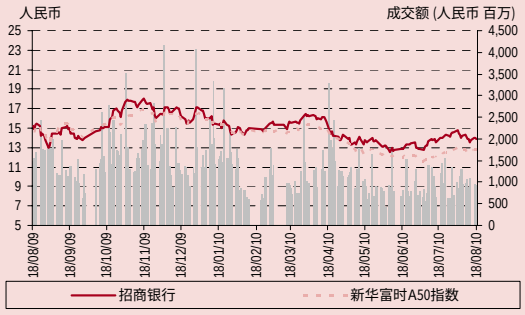
- 招商银行目前 A 股的价格相当于 2.2 倍的 2010 年预期市净率，由于我们看好该行长期的盈利能力和相对的低风险性，维持对该行 A 股的***买入***评级和目标价 16.49 元不变。H 股价格前期上涨较多，估值水平偏高，将 H 股的评级下调为***持有***，但将目标价由 21.36 港币略调升至 21.60 港币。

图表 1. 投资摘要(A 股)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入(人民币百万)	46,885	40,364	56,366	67,514	78,615
净利润(人民币百万)	21,077	18,235	24,571	25,922	27,452
全面摊薄每股收益(人民币)	1.102	0.954	1.139	1.201	1.272
变动(%)	*38.3*	*(13.5)*	*19.4*	*5.5*	*5.9*
先前预测每股收益(人民币)			1.08	1.12	1.22
调整幅度(%)			*5.6*	*7.1*	*4.1*
市盈率(倍)	12.6	14.6	12.2	11.6	10.9
每股净资产值(人民币 元)	5.4	4.9	6.2	7.2	8.2
市净率(倍)	2.6	2.9	2.2	1.9	1.7
净资产收益率(%)	28.6	21.2	21.6	17.9	16.5
每股股息(人民币 元)	0.400	0.237	0.221	0.229	0.244
股息收益率(%)	2.9	1.7	1.6	1.6	1.8

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



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(%)	(19)	2	1	(9)
相对新华富时 A50 指数 (%)	4	(6)	(1)	8

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据（A 股）

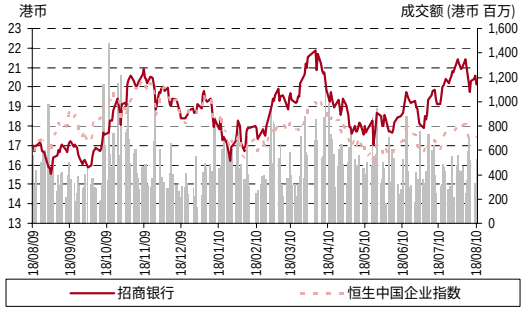
发行股数 (百万)	21,577
流通股 (%)	81.88
流通股市值 (人民币 百万)	245,221
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	922
主要股东(%)	
招商局集团	12.4

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

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 (买入)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 (卖出)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(持有)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 (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(%)	5	5	12	19
相对恒生中国企业指数 (%)	14	3	9	16

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)	21,577
流通股 (%)	18.12
流通股市值 (港币 百万)	78,782
3 个月日均交易额 (港币 百万)	445

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)	46,885	40,364	56,366	67,514	78,615
净利润	21,077	18,235	24,571	25,922	27,452
完全摊薄每股收益(人民币 元)	1.102	0.954	1.139	1.201	1.272
增长率 (%)	*38.3*	*(13.5)*	*19.4*	*5.5*	*5.9*
原先预测摊薄每股收益(人民币 元)			1.08	1.12	1.22
调整幅度 (%)			*5.6*	*7.1*	*4.1*
市盈率 (倍)	16.0	18.5	15.5	14.7	13.8
每股净资产值 (人民币 元)	5.4	4.9	6.2	7.2	8.2
市净率(倍)	3.3	3.6	2.8	2.4	2.1
净资产收益率(%)	28.6	21.2	21.6	17.9	16.5
每股股息 (人民币 元)	0.400	0.237	0.221	0.229	0.244
股息收益率(%)	2.3	1.3	1.3	1.3	1.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期业绩与预期基本一致

2010 年 1-6 月招商银行实现归属母公司净利润 132 亿元，同比增长 59.8%，比我们的预期略高 3%，主要原因是恢复较快的净息差带动净利息收入增长略高于我们的预期，同时拨备费用较我们的预期偏低。招商银行 2010 年二季度实现单季度净利润 73 亿元，在净息差的持续恢复和拨备费用下降的带动上实现季度环比上升 23.4%。2010 年上半年招商银行实现营业收入 330 亿元，同比增长 33.7%，二季度实现营业收入 174 亿元，环比上升 11.2%。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币，百万)	2009 上半年	2010 上半年	同比变动(%)	环比变动(%)
净利息收入	18,623	26,343	41.5	10.5
净手续费及佣金收入	4,042	5,346	32.3	21.3
其他非息收入	2,008	1,293	(35.6)	(12.6)
营业收入	24,673	32,982	33.7	11.2
营业费用	(10,583)	(11,676)	10.3	10.4
拨备前营业利润	14,090	21,306	51.2	11.6
拨备费用	(2,603)	(2,394)	(8.0)	(46.2)
营业利润	11,487	18,912	64.6	22.2
营业税	(1,457)	(1,910)	31.1	9.9
非经营性收入	148	28	(81.1)	(136.4)
税前利润	10,178	17,030	67.3	22.7
所得税	(1,916)	(3,827)	99.7	20.2
净利润	8,262	13,203	59.8	23.4
少数股东损益	0	0	-	-
归属母公司净利润	8,262	13,203	59.8	23.4

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3.2010 年上半年实际业绩与预测值差异

(人民币，百万)	上半年业绩实际值	上半年业绩预测值	差异(%)
净利息收入	26,343	26,005	1.3
手续费收入	5,346	5,276	1.3
其他非息收入	1,293	2,208	(41.4)
营业收入	32,982	33,489	(1.5)
营业费用	(11,676)	(12,203)	(4.3)
拨备前营业利润	21,306	21,286	0.1
拨备费用	(2,394)	(2,883)	(17.0)
营业利润	18,912	18,403	2.8
营业税	(1,910)	(1,907)	0.2
非经常项目损益	28	88	(68.2)
税前利润	17,030	16,585	2.7
所得税	(3,827)	(3,769)	1.5
净利润	13,203	12,815	3.0
少数股东损益	0	0	-
归属母公司净利润	13,203	12,815	3.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

中报亮点

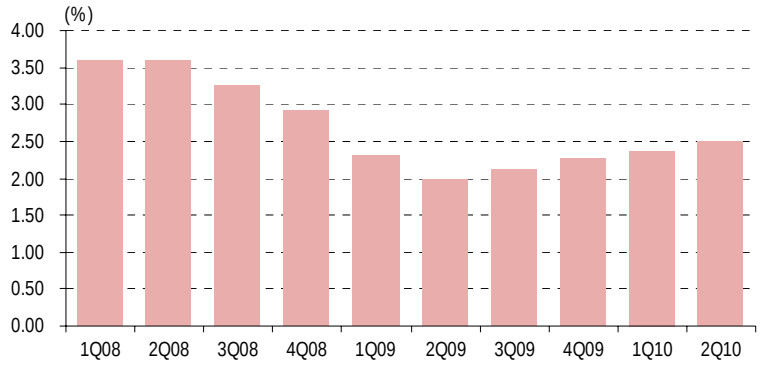
1．净息差恢复

在目前公布中期业绩的上市银行中，招商银行的净息差恢复是最为强劲的。根据我们的测算，继一季度净息差环比上升 12 个基点后，该行二季度的净息差较一季度再度环比增长 12 个基点达到 2.5%。

我们认为，净息差改善的主要原因在于：

其一，上半年的票据利率持续上升，同时贷款议价能力的提高也带动该行的贷款收益率稳步上升；其二，收益率较高的中小企业贷款和个人消费和经营性贷款增长较快；其三，招商银行的存款成本在活期存款占比持续提高的推动下继续下降，2010 年 6 月末的活期存款占比达到 56.2%，较年初提升 1.5 个百分点。

图表 4. 2008 年以来招商银行的季度净息差变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究估计

图表 5. 2010 年上半年贷款余额和新增贷款结构

贷款结构（百万）	10 年上半年	占比（%）	2009	占比（%）	新增贷款占比（%）
一般公司贷款	813,021	61.1	701,396	59.1	77.0
票据贴现	71,307	5.4	102,549	8.6	(21.6)
公司贷款合计	884,328	66.5	803,945	67.8	55.5
个人住房贷款	303,262	22.8	273,659	23.1	20.4
信用卡	43,585	3.3	40,314	3.4	2.3
其他个人贷款	99,590	7.5	67,904	5.7	21.9
个人贷款合计	446,437	33.5	381,877	32.2	44.5
贷款总额	1,330,765	100.0	1,185,822	100.0	100.0
其中：中小企业贷款	351,119	26.4	308,370	26.0	29.5

资料来源：公司数据，中银国际研究

2．政府融资平台贷款占比较低、资产质量持续改善

招商银行的政府融资平台贷款目前预计只有 870 亿左右，占贷款总额的 6.5%，在全行业中处于较低水平。因此我们估计未来该行在政府融资平台方面的风险和拨备压力会相对较弱。此外，2010 年上半年该行的资产质量进一步改善。截至 2010 年 6 月底，招商银行的不良贷款余额和不良贷款率分别下降 8.8 亿和 0.15 个百分点，达到 88.5 亿和 0.67%。而拨备覆盖率则由年初的 246.7%大幅上升至 297.6%，这是目前所有上市银行中最高的，这为控制信用风险的大幅上升提供了一定的空间。

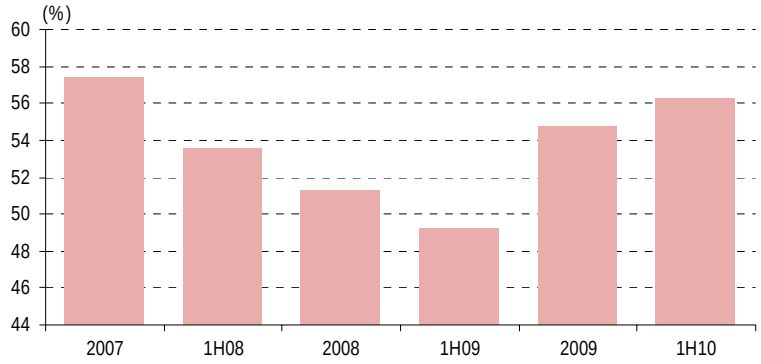
3．坚持中小企业和零售业务的发展方向

招商银行二次转型的目标之一就是巩固零售业务、提高中小企业贷款占比的同时提高议价能力。从目前的进展看，这个目标正在不断实现。一方面，我们注意到，中小企业的占比不断提高，上半年新增贷款中将近 30%来自中小企业贷款，其中小企业贷款新增 58 亿，贷款余额几乎翻了一番，平均贷款利率较基准上浮 22%。另一方面，在上半年房地产政策趋紧的情况下，招商银行的个人按揭贷款发放放缓，包括个人消费和经营性贷款在内的其他个人贷款增速明显加快，贷款余额从年初的 679 亿大幅提高至将近 1,000 亿，带动零售贷款的收益率提升。

4．活期存款占比继续提高

截至 2010 年 6 月末，该行的活期存款占比仍然达到 56.2%，较期初提升 1.5 个百分点，说明该行吸收存款的质量较好，同时对存款成本的控制能力有所改善。

图表 6. 2007 年以来招商银行的活期存款占比



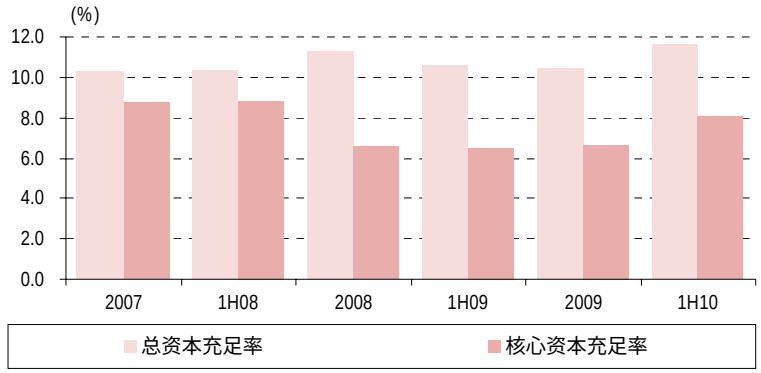
资料来源：公司数据，中银国际研究估计

中报弱势

资本充足状况堪忧

虽然在年初完成了 A+H 配股融资，但是截至 2010 年 6 月末，招商银行的核心资本充足率只有 8.05%，总资本充足率为 11.6%。考虑其他银行已经公布的再融资方案，这样的资本金状况目前来看在上市银行中并不高。如果假设监管部门维持 7%和 10%的标准不变，那么目前的资本金状况尚可维持到 2012 年，但是未来的再融资压力已经凸现。

图表 7. 2007 年以来招商银行的资本充足率水平



资料来源：公司数据，中银国际研究估计

未来机会

1. 未来息差有望继续恢复；一方面，在中小企业贷款占比提高的情况下，贷款收益率有望近一步提高，另一方面，在通胀预期仍较高的情况下活期存款占比仍然维持上升趋势，资金成本仍有望得到控制；
2. 二次转型稳步推进，贷款结构进一步调整，中小企业贷款和零售贷款的定价能力有望继续提升；
3. 政府融资平台贷款占比较低，未来面临的风险和拨备压力较低，同时拨备覆盖率较高，未来释放利润的空间较大；

未来风险

1. 核心资本充足率已接近 8%，即使监管部门不再提高资本充足率要求，招商银行的再融资压力已经显现。
2. H 股的估值水平偏高。

估值

我们将招商银行 2010-2012 年的每股收益从之前的 1.08 元、1.12 元和 1.22 元上调至 1.14 元、1.20 元和 1.27 元。

招商银行目前 A 股的价格分别相当于 2.2 倍和 1.9 倍的 2010 年和 2011 年预期市净率，较行业平均的 1.8 倍和 1.6 倍具有一定的估值溢价。然而我们依然看好该行长期的盈利能力，加之该行正在稳步推进二次转型，我们仍然维持对该行 A 股的***买入***评级和目标价 16.49 元不变。由于该行 H 股价格前期上涨较多，估值水平偏高，况且我们目前对银行板块持谨慎态度，我们将 H 股的评级下调为***持有***，但将目标价由 21.36 港币略为上调至 21.60 港币。

损益表(A 及 H 股) *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入	46,885	40,364	56,366	67,514	78,615
净手续费及佣金	7,744	7,993	10,254	11,279	11,746
其他非息收入	679	3,089	2,901	2,305	1,912
经营收入	55,308	51,446	69,521	81,099	92,274
经营费用	(20,446)	(23,433)	(27,670)	(31,859)	(36,888)
拨备前经营利润	34,862	28,013	41,851	49,239	55,386
贷款损失拨备	(3,703)	(3,073)	(5,743)	(10,561)	(14,035)
其他风险拨备	(1,451)	102	(372)	(389)	(406)
经营利润	29,708	25,042	35,736	38,289	40,945
非经常性项目	347	471	48	48	48
应占联营公司利润	0	0	120	120	120
税前利润	30,055	25,513	35,904	38,457	41,113
营业税	(3,296)	(3,129)	(4,313)	(5,321)	(6,262)
所得税	(5,813)	(4,149)	(7,020)	(7,213)	(7,399)
税后利润	20,946	18,235	24,571	25,922	27,452
少数股东权益	131	0	0	0	0
净利润	21,077	18,235	24,571	25,922	27,452
变动 (%)	38	(13)	35	5	6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(A 及 H 股) *(人民币 百万)*

年结日:12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
资产					
现金及等价物	6,928	7,613	8,374	9,212	10,133
银行间贷款	361,139	478,679	595,245	680,510	770,444
衍生产品交易投资	2,287	999	999	964	929
总客户预付款	874,362	1,185,822	1,423,470	1,657,389	1,920,737
减：拨备	(21,608)	(24,005)	(28,274)	(37,036)	(49,388)
长期投资	307,532	375,386	437,658	514,780	610,682
联营公司权益	1,029	1,153	1,268	1,395	1,535
净固定资产	11,676	12,519	12,167	11,629	10,347
其他资产	16,473	17,700	18,291	18,881	19,469
总资产	1,571,797	2,067,941	2,481,273	2,869,799	3,306,962
负债及权益					
客户存款	1,250,648	1,608,146	1,930,430	2,247,659	2,604,796
银行存款及结余	165,916	265,119	297,727	336,200	381,921
其他借款	40,278	40,731	43,546	43,546	43,546
总借款	1,456,842	1,913,996	2,271,704	2,627,406	3,030,264
其他负债	35,174	61,162	75,215	87,048	99,168
总负债	1,492,016	1,975,158	2,346,919	2,714,454	3,129,431
普通股股本(面值)	14,707	19,119	21,577	21,577	21,577
准备金(包括股本溢价)	39,089	41,541	68,414	76,721	85,364
留存收益	25,719	32,123	44,364	57,047	70,589
总股东权益	79,515	92,783	134,355	155,345	177,530
少数股东权益	266	0	0	0	0
已运用资本	79,781	92,783	134,355	155,345	177,530
总负债及权益	1,571,797	2,067,941	2,481,273	2,869,799	3,306,962

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(A 及 H 股) *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	21,077	18,235	24,571	25,922	27,452
非现金项目	8,258	(1,761)	5,506	10,652	15,316
其他变动	0	0	0	0	0
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	3,383	30,696	14,732	48,350	61,696
经营产生的现金流	32,587	47,170	44,810	84,925	104,465
投资及融资回报	(4,206)	(1,474)	(4,761)	(4,932)	(5,266)
支付税金	0	0	0	0	0
总现金流	28,381	45,696	40,049	79,992	99,198
投资	(51,263)	(44,683)	(63,737)	(79,028)	(98,138)
自由现金流	(22,882)	1,013	(23,688)	964	1,061
收购	0	0	(115)	(127)	(140)
投资者可用现金	(22,882)	1,013	(23,803)	837	921
融资活动产生的净现金	23,429	(328)	24,025	0	0
现金增/(减)	547	685	221	837	921

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率(A 及 H 股) *(%)*

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
生息资产收益率	5.1	3.7	4.0	4.1	4.1
资金成本	1.9	1.5	1.6	1.7	1.7
利差	3.2	2.2	2.4	2.4	2.4
净息差	3.3	2.3	2.5	2.5	2.6
其他收入总收入	15.2	21.5	18.9	16.8	14.8
成本收入比	37.0	45.5	39.8	39.3	40.0
有效税率	30.3	28.5	31.6	32.6	33.2
增长率					
贷款增长率	29.9	35.6	20.0	16.4	15.9
存款增长率	32.5	28.6	20.0	16.4	15.9
资产增长率	19.9	31.6	20.0	15.7	15.2
可持续增长率	49.7	38.8	43.0	37.3	33.5
流动性					
贷存比	69.9	73.7	73.7	73.7	73.7
贷款资金比	60.0	62.0	62.7	63.1	63.4
贷款资产比	55.6	57.3	57.4	57.8	58.1
核心负债/总负债	66.6	63.1	63.6	63.4	63.1
超额准备金率	3.7	2.2	4.0	4.0	4.0
资产质量					
不良贷款率	1.1	0.8	0.9	1.2	1.6
一般拨备比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
特殊拨备覆盖率	116.9	102.6	92.0	85.7	83.5
总拨备覆盖率	223.3	246.7	224.2	184.1	156.0
信用成本	(0.42)	(0.26)	(0.40)	(0.64)	(0.73)
需特别关注贷款比例	1.64	1.19	1.89	2.89	3.59
资本充足率					
权益资产比率	5.1	4.5	5.4	5.4	5.4
盈余资本	3.5	2.6	3.7	3.3	2.8
总资本充足率	11.5	10.6	11.7	11.3	10.8
一级资本充足率	6.6	6.6	8.1	8.0	7.7
回报率					
资产收益率	1.5	1.0	1.1	1.0	0.9
净资产收益率	28.6	21.2	21.6	17.9	16.5
已运用资本收益率	28.5	21.1	21.6	17.9	16.5
结构性已运用资本收益率	32.1	21.9	24.2	21.5	19.4

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