

2010年8月30日

A	持有
	601288.SS - 人民币 2.69 目标价格: 人民币 2.88
H	持有
	1288.HK - 港币 3.54 目标价格: 港币 3.53

尹劲桦

(8621) 6860 4866 分机 8590

jinhua.yin@bocigroup.com

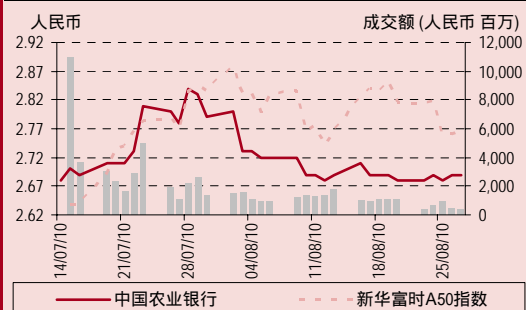
证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

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(%)	-	(3)	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	(3)	-	-

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)	294,253
流通股 (%)	3.5
流通股市值 (人民币 百万)	27,733
3个月日均交易额 (人民币 百万)	1,817
主要股东 (%)	
汇金	40.0

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

农业银行

县域金融发展良好

2010年上半年农业银行实现净利润458.4亿元,同比增长40.1%。上半年农行的县域金融业务保持了快速发展,同时净息差水平环比回升。从中长期看,我们认为农行凭借独特的县域金融定位具有较好的成长性,能否有效控制资产质量将是未来发展的关键因素。维持A股和H股的**持有**评级,目标价分别为人民币2.88元和3.53港币。

中报要点

- 上半年农行县域金融业务保持快速发展势头,县域贷款相比年初增长17.9%,而同期城市贷款仅增长9.2%。通过做大营业收入规模,2010年上半年县域金融的成本收入比继续降低,同时资产质量持续改善。
- 根据日均余额测算,二季度农行净息差相比一季度环比回升约10个基点,这主要是由于生息资产收益率的提升。受益于强大的存款基础与更多的县域地区贷款投放,未来农行净息差有望持续回升。
- 上半年房地产相关贷款增长较快,新增贷款中,房地产开发贷款和个人住房贷款分别占了22.5%和29.6%,这可能会对未来资产质量构成压力。
- 主要风险:风险控制能力不能得到有效改善;地方融资平台贷款质量存在隐忧;人工成本上涨过快。

估值

- 目前农业银行A股股价相当于1.66倍2010年市净率, H股股价相当于1.90倍2010年市净率,估值相比建行等尚有一定程度的折让。维持A股和H股的**持有**评级,目标价分别为人民币2.88元和3.53港币。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

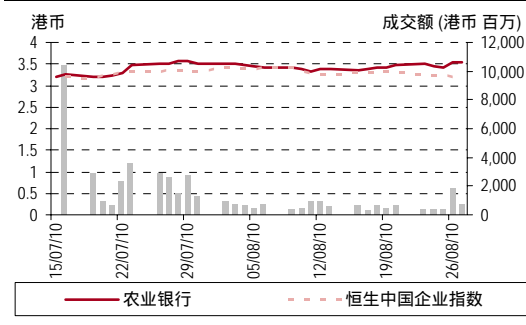
年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利息收入(人民币百万)	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净利润(人民币百万)	51,474	64,992	85,993	107,283	122,770
全面摊薄每股收益(人民币)	0.20	0.25	0.27	0.33	0.38
变动(%)	-	26.3	5.9	24.8	14.4
市盈率(倍)	13.59	10.76	10.05	8.08	7.08
每股账面价值(人民币)	1.12	1.32	1.62	1.82	2.05
市净率(倍)	2.41	2.04	1.66	1.48	1.31
净资产收益率(%)	-	20.53	19.72	19.11	19.47
每股股息(人民币)	-	-	0.07	0.13	0.15
股息率(%)	-	-	1.9	4.9	5.7

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>, thomsonreuters.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 (H 股)



股价表现 (H 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	-	1	-	-
相对恒生中国企业指数 (%)	-	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)	30,739
流通股 (%)	72.9
流通股市值 (港币 百万)	79,320
3 个月日均交易额 (港币 百万)	1,404

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)	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净利润 (人民币 百万元)	51,474	64,992	85,993	107,283	122,770
完全摊薄每股收益 (人民币 元)	0.20	0.25	0.27	0.33	0.38
增长率 (%)	-	26.3	5.9	24.8	14.4
市盈率 (倍)	15.56	12.32	11.51	9.26	8.10
每股净资产值 (人民币 元)	1.12	1.32	1.62	1.82	2.05
市净率(倍)	2.76	2.34	1.90	1.69	1.50
净资产收益率(%)	-	20.53	19.72	19.11	19.47
每股股息 (人民币 元)	-	-	0.07	0.13	0.15
股息收益率(%)	-	-	1.6	4.3	4.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中期业绩同比增长 40.1%

2010 年上半年农业银行实现净利润 458.4 亿元，同比增长 40.1%。推动农行净利润同比上升的因素，包括资产规模的扩张，拨备费用的减少以及实际税率的降低。从环比来看，二季度净利润环比一季度下降了 16.4%，这主要是由于交易性收入的降低，以及营业费用和拨备的大幅增加。

上半年农业银行的资产负债结构基本稳定，贷款相比年初增长 11.7%，存款相比年初增长 11.4%，总资产相比年初增长 9.2%。

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(%)	季环比 变动(%)
净利息收入	83,896	111,708	33.2	8.6
手续费收入	17,017	22,459	32.0	6.9
其他非息收入	3,523	1,951	(44.6)	(98.9)
营业收入	104,436	136,118	30.3	5.2
营业费用	(38,077)	(50,979)	33.9	27.5
拨备前营业利润	66,359	85,139	28.3	(6.2)
拨备费用	(17,545)	(19,623)	11.8	30.9
营业利润	48,814	65,516	34.2	(15.1)
营业税	(6,069)	(7,489)	23.4	5.9
税前利润	42,745	58,027	35.8	(17.5)
所得税	(10,025)	(12,164)	21.3	(21.4)
净利润	32,720	45,863	40.2	(16.4)
少数股东权益	(6)	(23)	283.3	55.6
归属于母公司的净利润	32,714	45,840	40.1	(16.4)

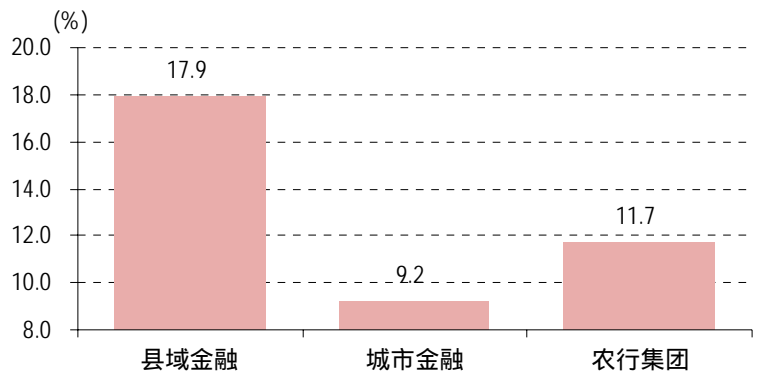
资料来源：公司数据

中报亮点

1. 县域金融业务快速发展

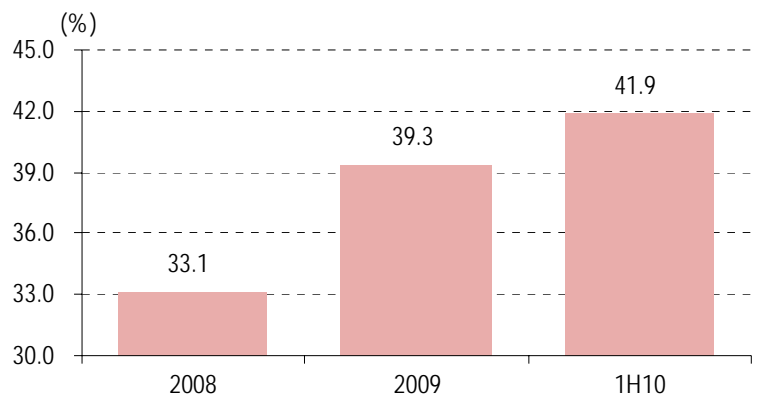
上半年农行的县域金融业务保持了快速发展势头，县域贷款相比年初增长 17.9%，而同期农行的城市贷款仅增长 9.2%，县域金融业务成为农行发展的主要推动力量。通过加大在县域地区的贷款投放，县域金融的贷存比开始上升，这有助于县域金融业务盈利水平的提升。

图表 3. 县域金融上半年贷款增速



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 县域金融贷存比

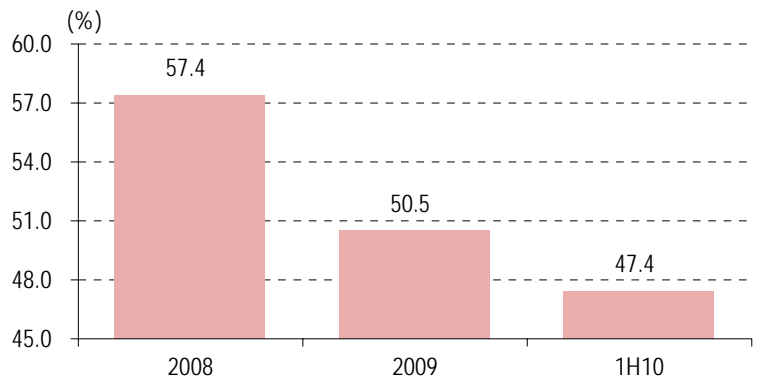


资料来源：公司数据、中银国际研究

在过去几年中，高成本收入比和高信贷风险成本是阻碍农行县域金融业务盈利能力的主要因素。通过增加贷款投放，做大营业收入规模，2010年上半年县域金融的成本收入比继续降低。同时，县域金融业务的资产质量持续改善，六月末不良率已经降至 2.75%，拨备覆盖率提升至 136.8%。

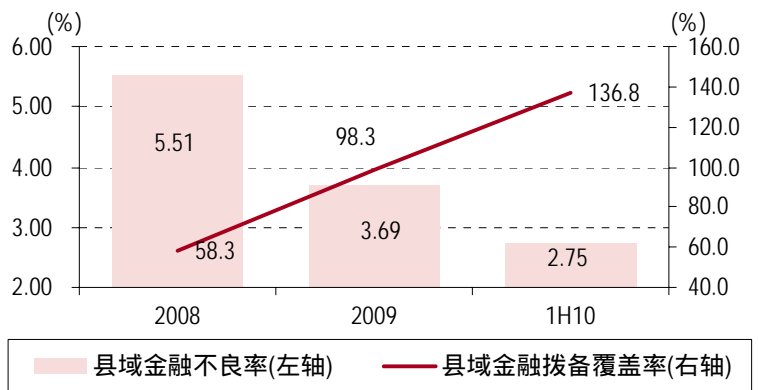
展望未来，伴随着城镇化进程的推进，我们认为县域金融业务将成为农行最具成长性的业务。如果能提升管理水平，增强风险控制能力，县域金融业务将大有潜力。

图表 5. 县域金融成本收入比



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 6. 县域金融不良率和拨备覆盖率



资料来源：公司数据、中银国际研究

2. 净息差水平环比回升

根据农业银行披露的日均余额测算，二季度农行净息差相比一季度环比回升约 10 个基点，这主要是由于生息资产收益率的提升。通过压缩票据规模，提高贷款议价能力，二季度贷款平均收益率相比一季度提高约 14 个基点，而市场利率的上升也提高了同业和债券投资业务的收益率水平。

我们认为未来农行将能持续提高其资产收益率水平，而其强大的存款基础将能帮助其控制资金成本，因此农行的净息差有望持续改善。与其它大型银行相比，农行未来更多的贷款投放在县域地区，这些贷款的议价能力提升的空间更大。

图表 7. 农业银行季度净息差测算

(人民币, 百万)	2010年二季度			2010年一季度		
	日均 余额	利息 收支	收益/成 本率(%)	日均 余额	利息 收支	收益/成 本率(%)
发放贷款和垫款	4,493,187	58,704	5.23	4,296,461	54,631	5.09
债券投资	2,552,225	19,573	3.07	2,558,051	18,746	2.93
非重组类债券	1,849,913	13,955	3.02	1,841,535	13,140	2.85
重组类债券	702,312	5,618	3.20	716,516	5,606	3.13
存放央行款项	1,677,599	6,386	1.52	1,484,055	5,807	1.57
存拆放同业	503,554	2,397	1.90	504,318	2,036	1.61
总生息资产	9,226,565	87,060	3.77	8,842,885	81,220	3.67
吸收存款	8,006,109	25,846	1.29	7,724,763	24,489	1.27
同业存拆放	601,571	2,586	1.72	646,363	2,718	1.68
其他付息负债	57,386	468	3.26	56,984	465	3.26
总付息负债	8,665,066	28,900	1.33	8,428,110	27,672	1.31
利息净收入		58,160			53,548	
净利差			2.44			2.36
净利息收益率			2.52			2.42

资料来源：公司数据、中银国际研究

3. 资产质量继续改善

农行二季度的不良相比一季度环比实现双降，不良贷款率由一季度末的 2.46% 下降至 2.32%，不良余额由 1,095 亿元下降至 1,071 亿元。同时，拨备覆盖率由一季度末的 123% 上升至 136%。

中报弱势

1. 房地产相关贷款占比上升较快

截至 2010 年六月末，农行房地产开发贷款占全部贷款的比重约 11.6%，在大行中处于较高水平，个人住房贷款占比约 13.9%。而在 2010 年上半年新增贷款中，房地产开发贷款和个人住房贷款分别占了 22.5% 和 29.6%。在房地产面临严格调控的情况下，地产相关贷款的大幅增长可能带来潜在的资产质量风险。近期媒体报道的农行暂停房地产开发商贷款也可能与上半年地产贷款增长过快有关。

2. 人力成本上升较快

营业费用的大幅上升是导致农行二季度净利润环比一季度下降的重要原因，这主要是由员工薪酬所驱动。二季度农行员工薪酬环比一季度上升了 36%，而 2010 年上半年农行员工薪酬同比 2009 年上半年则上升了 44.3%。尽管农行收入规模持续扩大，但如果员工薪酬上升过快，将不利于农行成本收入比的下降和盈利能力的提升。

未来机会

1. 县域经济发展迅速，盈利能力快速提升；
2. 业务规模的扩张降低成本收入比。

未来风险

1. 风险控制能力有待考验，未来房地产等行业的不良率再次回升；
2. 县级地方政府融资平台贷款占比较高，未来信贷风险成本可能上升。

估值

目前农业银行 A 股股价相当于 1.66 倍 2010 年市净率，H 股股价相当于 1.90 倍 2010 年市净率，估值相比建设银行 (601939.SS/人民币 5.70; 0939.HK/港币 7.08, 买入) 等尚有一定程度的折让。从中长期看，我们认为农行凭借独特的县域金融定位具有较好的成长性，能否有效控制资产质量将是未来发展的关键因素。维持 A 股和 H 股的**持有**评级，目标价分别为人民币 2.88 元和 3.53 港币。

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	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净手续费及佣金	23,798	35,640	44,873	54,417	65,218
其他非息收入	(6,454)	4,995	1,990	2,035	2,233
经营收入	211,189	222,274	284,037	352,971	428,821
经营费用	(94,417)	(95,823)	(116,378)	(138,834)	(164,857)
拨备前经营利润	116,772	126,451	167,659	214,137	263,964
贷款损失拨备	(39,858)	(44,289)	(48,155)	(62,502)	(84,215)
其他风险拨备	(11,620)	4,147	(14)	(15)	(17)
经营利润	65,294	86,309	119,490	151,620	179,732
经常性项目	278	186	195	205	215
税前利润	52,349	73,928	103,241	130,881	154,181
营业税	(13,223)	(12,567)	(16,444)	(20,944)	(25,766)
所得税	(896)	(8,926)	(17,659)	(24,007)	(31,819)
税后利润	51,453	65,002	85,582	106,874	122,362
少数股东权益	21	(10)	(11)	(12)	(13)
净利润	51,474	64,992	85,571	106,862	122,349
变动(%)	18	26	32	25	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
资产					
现金及等价物	1,145,884	1,517,806	1,609,068	1,933,610	2,293,545
同业资产	353,517	532,221	1,369,451	1,974,166	2,671,350
交易性资产	7,151	4,678	5,146	5,660	6,226
总客户贷款	3,100,159	4,138,187	5,089,277	6,199,285	7,445,782
减: 拨备	(85,175)	(126,692)	(173,834)	(235,220)	(318,208)
长期投资	2,308,885	2,616,470	2,762,074	2,924,165	3,103,280
于联营公司权益	347	343	348	353	358
净固定资产	103,883	111,973	124,011	131,665	132,453
其他资产	79,700	87,602	90,600	94,073	98,053
总资产	7,014,351	8,882,588	10,876,141	13,027,756	15,432,839
负债及权益					
客户存款	6,097,428	7,497,618	9,164,122	11,063,830	13,171,422
存放同业	359,307	701,131	841,346	1,009,603	1,211,512
其他借款	5,150	55,179	55,701	56,276	56,908
总借款	6,461,885	8,253,928	10,061,169	12,129,710	14,439,842
其他负债	261,925	285,735	287,204	306,321	328,024
总负债	6,723,810	8,539,663	10,348,373	12,436,031	14,767,866
普通股股本(面值)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
其他权益	30,445	82,819	202,862	266,811	340,052
总股东权益	290,541	342,925	527,768	591,725	664,973
少数股东权益	96	106	113	120	127
已运用资本	290,541	342,925	527,768	591,725	664,973
总负债及权益	7,014,351	8,882,588	10,876,141	13,027,756	15,432,839

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	52,349	73,928	103,241	130,881	154,181
非现金项目	(2,597)	(27,373)	58,542	73,076	93,266
交易活动产生的现金	49,752	46,555	161,783	203,957	247,447
运营资本变动	235,959	(58,231)	707,705	707,747	783,559
经营产生的现金流	286,461	(3,676)	869,488	911,704	1,031,006
发行债券利息	0	0	(2,248)	(2,248)	(2,248)
支付税金	(750)	(8,000)	(15,893)	(21,611)	(28,641)
总现金流	285,711	(11,676)	851,347	887,845	1,000,117
投资	(235,056)	(188,338)	(166,253)	(177,799)	(186,600)
自由现金流	50,655	(200,014)	685,094	710,046	813,517
投资者可用现金	50,655	(200,014)	685,094	710,046	813,517
融资活动产生的净					
现金	130,117	49,950	100,392	(42,913)	(49,108)
汇率变动影响	(5,468)	149	(7,778)	(9,334)	(8,400)
现金增(减)	175,304	(149,915)	777,708	657,800	756,008

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					
生息资产收益率	4.95	3.79	4.03	4.23	4.33
资金成本	1.98	1.56	1.71	1.86	1.92
利差	2.97	2.23	2.32	2.36	2.41
净息差	3.04	2.33	2.43	2.50	2.54
其他收入总收入	8.2	18.3	16.5	16.0	15.7
成本收入比	44.7	43.1	40.8	39.2	38.3
有效税率	21.5	24.8	28.4	29.5	31.9
增长					
贷款增长率	(10.8)	33.5	23.0	21.8	20.1
存款增长率	15.3	23.0	22.2	20.7	19.0
资产增长率	32.2	26.6	22.5	19.8	18.5
可持续增长率	na	22.8	38.2	59.0	26.4
流动性					
贷存比	50.8	55.2	55.5	56.0	56.5
贷款/付息资金	50.8	54.8	55.2	55.7	56.3
贷款/总资产	44.2	46.6	46.8	47.6	48.2
核心负债/总负债	68.3	65.5	66.2	66.4	66.3
资产质量					
不良贷款	4.3	2.9	2.2	2.3	2.9
一般拨备率	31.4	59.1	96.9	95.4	75.1
专项准备覆盖率	32.2	46.2	58.0	67.5	70.4
总拨备覆盖率	63.5	105.4	155.0	162.9	145.4
信用风险成本	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
关注类贷款比例	12.8	7.8	9.6	10.4	10.8
资本充足率					
权益资产比率	4.1	3.9	4.9	4.6	4.3
盈余资本	1.4	2.1	4.4	3.7	3.2
总资本充足率	9.4	10.1	12.4	11.7	11.2
一级资本充足率	8.0	7.7	9.7	9.1	8.6
回报率					
资产收益率	0.84	0.82	0.87	0.90	0.86
净资产收益率	-	20.5	19.7	19.1	19.5
已运用资本收益率	-	20.5	19.7	19.1	19.5
结构性资本收益率	37.9	20.9	22.0	22.6	21.7

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	193,845	181,639	237,174	296,520	361,369
净手续费及佣金	23,798	35,640	44,873	54,417	65,218
其他非息收入	(6,454)	4,995	1,990	2,035	2,233
经营收入	211,189	222,274	284,037	352,971	428,821
经营费用	(94,417)	(95,823)	(115,956)	(138,413)	(164,436)
拨备前经营利润	116,772	126,451	168,081	214,558	264,385
贷款损失拨备	(39,858)	(44,289)	(48,155)	(62,502)	(84,232)
其他风险拨备	(11,620)	4,147	(14)	(15)	(17)
经营利润	65,294	86,309	119,912	152,041	180,153
非经常性项目	278	186	195	205	215
税前利润	65,572	86,495	120,107	152,246	180,368
营业税	(13,223)	(12,567)	(16,444)	(20,944)	(25,766)
所得税	(896)	(8,926)	(17,659)	(24,007)	(31,819)
税后利润	51,453	65,002	86,004	107,295	122,783
少数股东权益	21	(10)	(11)	(12)	(13)
净利润	51,474	64,992	85,993	107,283	122,770
变动 (%)	18	26	32	25	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
资产					
现金及等价物	44,168	48,896	50,363	51,874	53,430
同业资产	1,455,233	2,001,131	2,928,156	3,855,902	4,911,465
交易性资产	7,151	4,678	5,146	5,660	6,226
总客户贷款	3,100,159	4,138,187	5,089,277	6,199,285	7,445,782
减: 拨备	(85,175)	(126,692)	(173,834)	(235,220)	(318,208)
投资	2,308,885	2,616,470	2,763,806	2,926,293	3,105,805
固定资产	113,394	130,177	149,094	164,406	171,494
折旧	(9,511)	(18,204)	(25,267)	(32,901)	(39,178)
其他资产	80,047	87,945	90,948	94,426	98,411
总资产	7,014,351	8,882,588	10,877,689	13,029,724	15,435,228
负债及权益					
客户存款	6,097,428	7,497,618	9,164,122	11,063,830	13,171,422
同业存放	359,307	701,131	841,346	1,009,603	1,211,512
其他借款	5,150	55,179	55,701	56,276	56,908
总借款	6,461,885	8,253,928	10,061,169	12,129,710	14,439,842
其他负债	261,925	285,735	287,204	306,321	328,024
总负债	6,723,810	8,539,663	10,348,373	12,436,031	14,767,866
普通股股本(面值)	260,000	260,000	324,794	324,794	324,794
准备金	18,423	23,002	187,915	220,104	256,939
留存收益	12,022	59,817	16,495	48,676	85,503
总股东权益	290,445	342,819	529,204	593,573	667,235
少数股东权益	96	106	113	120	127
总负债及权益	7,014,351	8,882,588	10,877,689	13,029,724	15,435,228

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	51,453	65,002	103,663	131,302	154,602
非现金项目	(1,881)	(19,796)	58,120	72,655	92,845
交易活动产生的现金	49,572	45,206	161,783	203,957	247,447
运营资本变动	235,959	(58,231)	707,705	707,747	783,559
经营产生的现金流	285,531	(13,025)	869,488	911,704	1,031,006
发行债券利息	0	0	(2,248)	(2,248)	(2,248)
支付税金	(750)	(8,000)	(15,893)	(21,611)	(28,641)
总现金流	284,781	(21,025)	851,347	887,845	1,000,117
投资	(235,056)	(188,338)	(166,253)	(177,799)	(186,600)
自由现金流	49,725	(209,363)	685,094	710,046	813,517
投资者可用现金	49,725	(209,363)	685,094	710,046	813,517
融资活动产生的净现金	130,117	49,950	100,392	(42,913)	(49,108)
汇率变动影响	(5,468)	149	(7,778)	(9,334)	(8,400)
现金增(减)	174,374	(159,264)	777,708	657,800	756,008

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
盈利能力					
生息资产收益率	4.95	3.79	4.03	4.23	4.33
资金成本	1.98	1.56	1.71	1.86	1.92
利差	2.97	2.23	2.32	2.36	2.41
净息差	3.04	2.33	2.43	2.50	2.54
其他收入总收入	8.21	18.28	16.50	15.99	15.73
成本收入比	44.71	43.11	40.82	39.21	38.35
有效税率	21.53	24.85	28.39	29.53	31.93
增长					
贷款增长率	(10.7)	33.48	22.98	21.81	20.11
存款增长率	15.32	22.96	22.23	20.73	19.05
资产增长率	32.21	26.63	22.46	19.78	18.46
可持续增长率		22.77	38.20	59.01	26.41
流动性					
贷存比	50.84	55.19	55.53	56.03	56.53
贷款/付息资金	50.80	54.79	55.20	55.75	56.29
贷款/总资产	44.20	46.59	46.79	47.58	48.24
核心负债/总负债	68.3	65.5	66.2	66.4	66.3
资产质量					
不良贷款	4.3	2.9	2.2	2.3	2.9
一般拨备率	31.4	59.1	96.9	95.4	75.1
专项准备覆盖率	32.2	46.2	58.0	67.5	70.4
总拨备覆盖率	63.5	105.4	155.0	162.9	145.4
信用风险成本	1.3	1.1	1.0	1.0	1.1
关注类贷款比例	12.8	7.8	9.6	10.4	10.8
资本充足率					
权益资产比率	4.14	3.86	4.87	4.56	4.32
盈余资本	1.41	2.07	4.37	3.73	3.18
总资本充足率	9.41	10.07	12.37	11.73	11.18
一级资本充足率	8.04	7.74	9.73	9.08	8.61
回报率					
资产收益率	0.84	0.82	0.87	0.90	0.86
净资产收益率	-	20.53	19.72	19.11	19.47
已运用资本收益率	-	20.52	19.72	19.11	19.47
结构性资本收益率	37.89	20.91	22.02	22.60	21.66

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。中银国际集团在过去 12 个月内与农业银行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 26 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