

2011年2月25日

新界泵业

国内农用水泵行业的龙头

A
未有评级

002532.SZ - 人民币 42.83

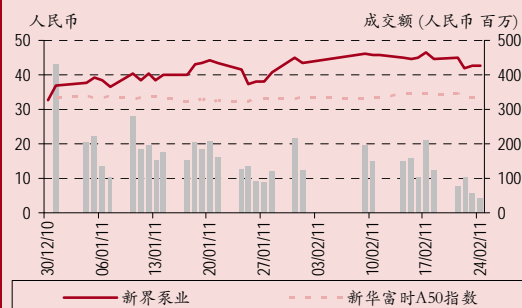
许民乐, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8589

Minle.xu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207090247

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(%) | 16 | 3 | - | - |
| 相对新华富时A50指数(%) | 14 | (1) | - | - |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 80 |
| 流通股(%) | 25 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 880 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | |
| 净负债比率(%) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 许敏田 | 21.96 |

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
具备证券投资咨询业务资格

新界泵业是国内产销规模最大、技术力量最为雄厚的农用水泵生产企业。公司主要产品为农用水泵, 产品广泛应用于农业灌溉、乡镇居民取水及输送等多个领域。公司2007-2009年国内农用水泵销售一直保持第一位, 目前公司的市场占有率不到3%, 未来提升空间巨大。公司依靠完善的营销网络优势, 顺利进入东南亚、中东、非洲、中南美洲等多个市场, 海外市场的扩大成为公司利润增长的重要引擎。

主要发现

- 今年中央一号文件对水利的关注和国家每年近20%增速的农业财政投入促使农用机械得到快速的发展, 公司作为国内农用水泵行业的龙头将受益于行业的快速发展。09年9月为了加快抗旱保苗进度, 农业部紧急把水泵等抗旱机械纳入农机购置补贴范围, 今年来全国旱情的严峻形势也促使了农用水泵行业的高
- 公司的品牌和营销是公司的优势所在, 新界品牌的经过20多年品牌沉淀, 同时也建立了遍布全国的营销网络, 这是竞争对手短期内无法复制的。
- 通过IPO募集资金进行新项目建设, 公司产能得到巨大提升, 公司积极的扩大产销规模以适应市场日益增长的需求, 抢得先机占领市场。
- 劳动力成本上升等因素促使了行业的淘汰和整合过程, 公司行业占有率第一的优势使其能够在整合过程中扩大已有优势并取得更大的市场份额。
- 公司10-12年的每股收益预测分别为0.74、1.09和1.39元, 对应的市盈率分别为58、39和31倍。

图表 1. 投资摘要

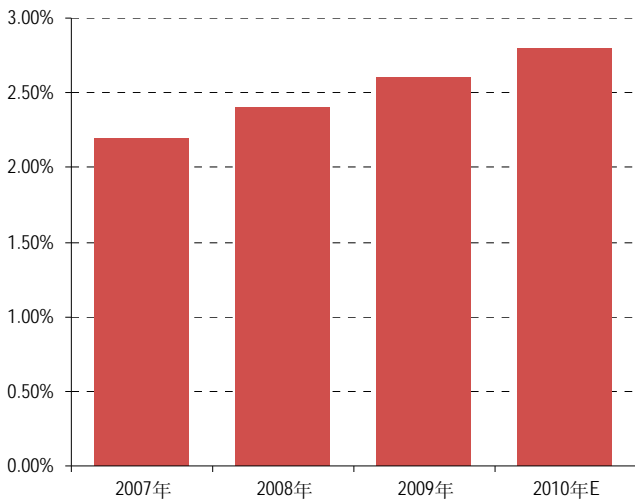
| 年结日: 12月31日 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入(人民币 百万) | 363 | 414 | 447 | 562 | 723 | 962 |
| 变动(%) | (46) | 14 | 8 | 26 | 29 | 33 |
| 净利润(人民币 百万) | 27 | 27 | 47 | 59 | 87 | 111 |
| 全面摊薄股数(百万) | 38 | 38 | 60 | 80 | 80 | 80 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.720 | 0.727 | 0.785 | 0.743 | 1.086 | 1.386 |
| 变动(%) | 304 | 1 | 8 | (5) | 46 | 28 |
| 市盈率(倍) | 61.1 | 60.5 | 56.1 | 59.2 | 40.5 | 31.7 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.371 | 0.881 | 1.171 | 2.514 | 2.043 | 2.819 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 118.5 | 49.9 | 37.6 | 17.5 | 21.5 | 15.6 |
| 净资产收益率(%) | 117.0 | 77.8 | 54.4 | 27.2 | 20.8 | 17.7 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 1.387 | 0.513 | 0.223 | 0.326 | 0.416 |
| 股息率(%) | 0.0 | 3.2 | 1.2 | 0.5 | 0.7 | 0.9 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

国内农用水泵行业的龙头

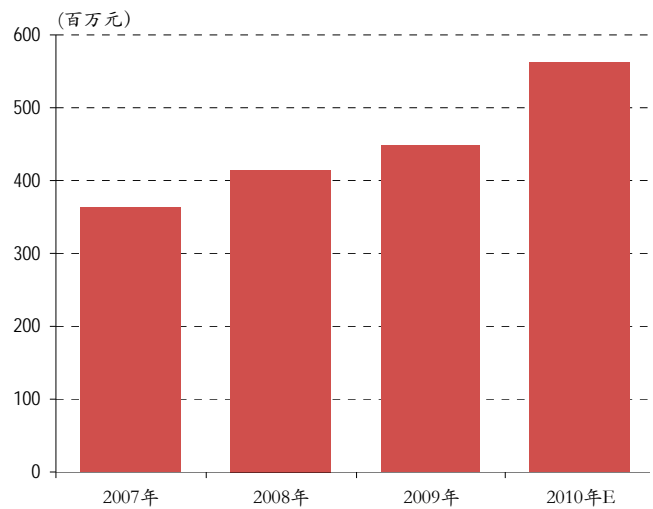
新界泵业是国内农业水泵行业的龙头，2007年至2009年农用水泵销量一直是国内第一，公司销售额在2007年至2009年上半年分别为3.6亿、4.1亿和4.47亿。同期利润总额为0.24亿、0.32亿、0.54亿。3年市场占有率分别为2.2%、2.4%、2.6%，我们预计未来占有率将稳步提高。

图表 2. 2007-2010 新界泵业市场占有率



资料来源：中银国际研究、公司资料

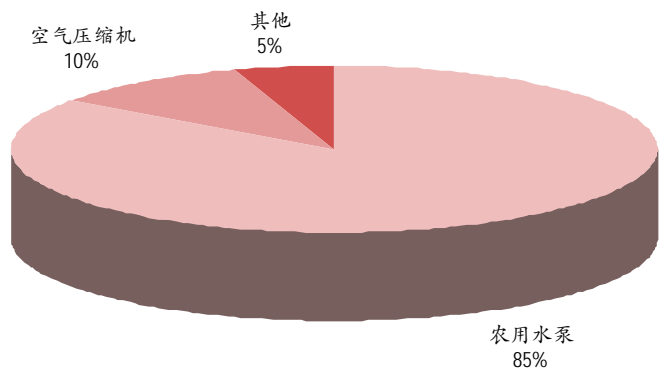
图表 3. 2007-2010 新界泵业营业收入



资料来源：中银国际研究、公司资料

从公司的主营业务来看，农业水泵是是公司的主要销售产品，销售收入占比超过了80%以上，空气压缩机大概占到公司销售收入的10%左右。而农业水泵中主要产品为小型潜水电泵、污水污物潜水电泵、井用潜水电泵、自吸泵、旋涡泵。配件和其他产品占比小于5%

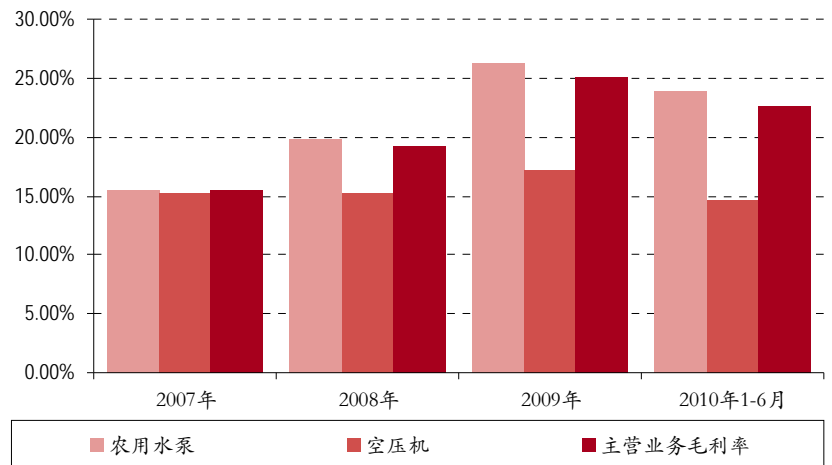
图表 4. 公司主营产品比例



资料来源：中银国际研究、公司资料

公司主营业务毛利率近年来呈现稳步上升趋势，在 2008 年金融危机时期公司农业水泵毛利率相对 07 年上升了 4.35 个百分点，达到 19.80%。2009 年由于原材料如铝和钢铁的大幅下降，公司毛利率一度达到 26.30%。在 2010 年的上半年，由于原材料价格的回升和劳动力成本的增加，公司毛利率有所下降为 23.80%，但是仍然高于 07 年和 08 年。

图表 5.2007-2010 上半年公司主营产品毛利率



资料来源：中银国际研究、公司资料

我们预计未来几年公司毛利率将会稳中有升，主要原因如下：1，公司是行业的龙头，随着国家对农业扶持力度的加大，公司将持续获得高于行业平均的收益。2，行业集中度的提升使得公司在未来几年行业整合的可能性加大，存在规模效益的预期。3，公司在国内农业水泵行业的绝对领先技术和研发能力使得公司会获得超额收益。4，公司 20 多年的品牌积淀以及灵活的营销策略和完善的营销网络使得公司在行业定价方面具有优势。

内外需求巨大，我国农业水泵将迎来黄金增长期

农用水泵主要指在农业生产、农村建设和农民生活用水过程中使用的水泵产品。主要有小型潜水电泵、污水污物潜水电泵、井用潜水电泵、自吸泵和旋涡泵等多个品种，其主要应用领域如下：

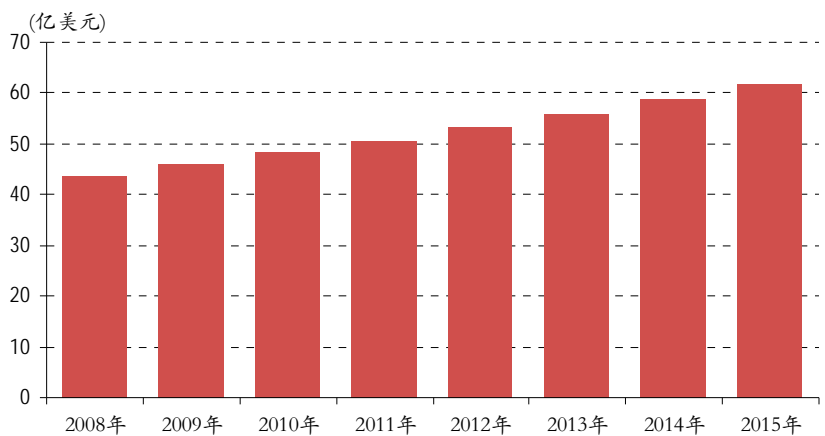
图表 6. 农业水泵分类及应用

| 主要品种 | 主要应用领域 |
|----------|---------------------------|
| 小型潜水电泵 | 农田、旱地、果林、草场浇灌或排水，养殖业增氧及补水 |
| 污水污物潜水电泵 | 农业和畜牧业排污处理，农村道路和沼气池建设 |
| 井用潜水电泵 | 农村深井提水 |
| 自吸泵 | 管道增压、农村家庭用水和水井取水 |
| 旋涡泵 | 农村家庭供水（绝大多数出口海外） |

资料来源：中银国际研究、公司资料

全球农用水泵市场供求状况

在全球范围内，泵行业是个相对成熟的行业，集中度很高，2006 年世界前十大泵制造商的销售额占到全球市场总量的 50%。欧美等发达国家是农用水泵主要的研发、生产和销售国。根据农机协会排灌分会数据，2009 年，全球农用水泵市场需求约 46 亿美元，预计未来需求量将以每年 5% 速度递增，2011 年全球农用水泵需求将超过 50 亿美元，到 2015 年则将超过 60 亿美元。

图表 7. 全球农用水泵市场需求


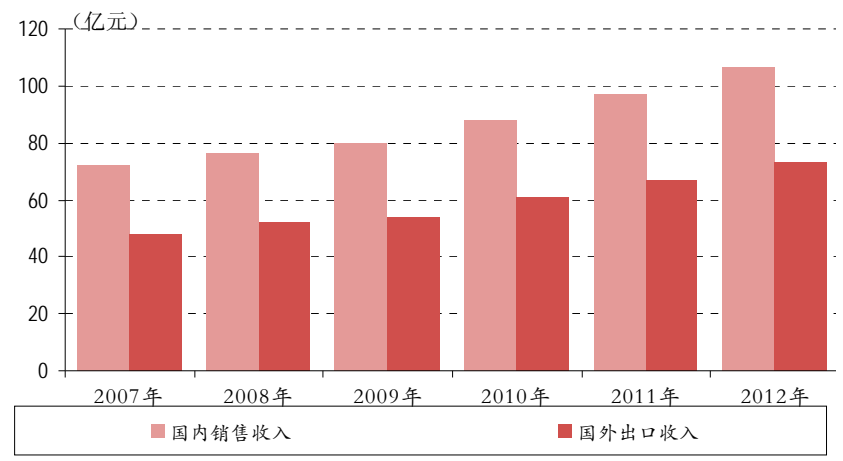
资料来源：中国农业机械工业协会排灌机械分会、中银国际研究

发展中国家是全球农用水泵市场增长的主要动力。由于相当多的发展中国家尚不具备农用水泵制造能力，特别是非洲、南美、东南亚等地的发展中国家，农用水泵基本依赖进口。联合国世界粮食计划署称：2009 年全球饥饿人口的数量在历史上首次超过 10 亿。这与广大发展中国家的农业集约化、现代化、机械化水平偏低有着直接的联系。为解决粮食问题，各国都投入资金增加粮食产量。因此，农用水泵作为最为重要和不可或缺的农业机械之一，在当地正处于普及应用和大力推广的阶段，未来市场增长空间很大。这些地区也成为我国农用水泵企业主要的出口地区。

我国农用水泵市场供求状况

随着我国在“十一五”规划期间实施和落实了一系列支农惠农政策，国内农村经济得到发展，农民收入迅速增加，对农用水泵行业的快速发展起到积极促进作用。由于我国农村幅员辽阔以及农民对价格的敏感性，国外品牌产品进入国内农用水泵市场存在天然的劣势，价格高昂且销售渠道只能到达大中型城市。因此，99%以上的农用水泵市场为国内厂商所占据。随着经济形势的好转，我国农用水泵行业继续保持整体增长态势，2009年销售额约134亿元，其中出口额达到54亿元。我们预计，2010—2012年均增长率将达到10%，2012年销售额将达到181.9亿元，其中出口额将达到73.6亿元。

图表 8. 我国农用水泵销售情况及预测



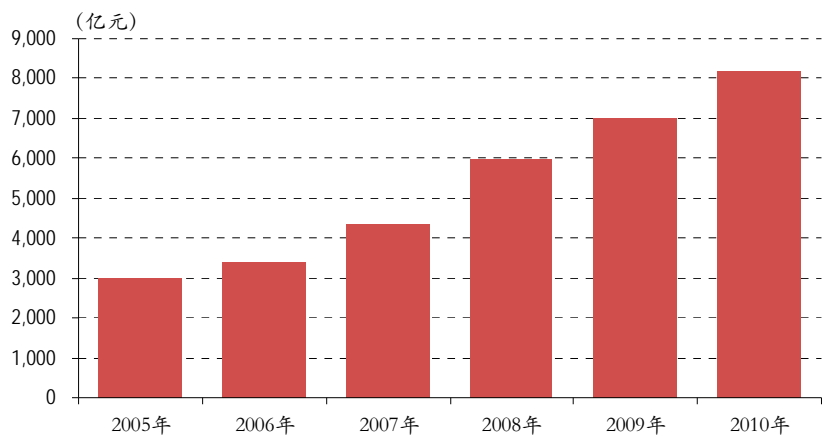
资料来源：中国农业机械工业协会排灌机械分会、中银国际研究

从上图我们同样可以看到我国农用水泵近年来开始大量出口海外市场。据《EIF 世界泵业市场报告》分析，中国已成为一个泵类出口国，泵的出口额占世界出口额的百分比从2003年的3.4%增加到2007年的8.6%。技术含量适中的农用水泵属于量大面广的通用类产品，数量上已占我国泵产品的多数。我国的农用水泵制造技术较为成熟，产品性价比高，出口前景十分广阔，其出口增速不低于我国泵类产品总体出口增速。

国家农业财政投入增加，农业水泵享受国家财政补贴

近年来，“三农”问题一直是国家的重点问题，历年出台的中央一号文件都将“三农”问题列为重中之重的问题。国家的农业财政支出从2005年的3000亿增长到了2009年的7000亿，我们预计2010年国家的农业财政支出应该在8000亿以上。

图表 9.2005-2009 年中央“三农”财政投入

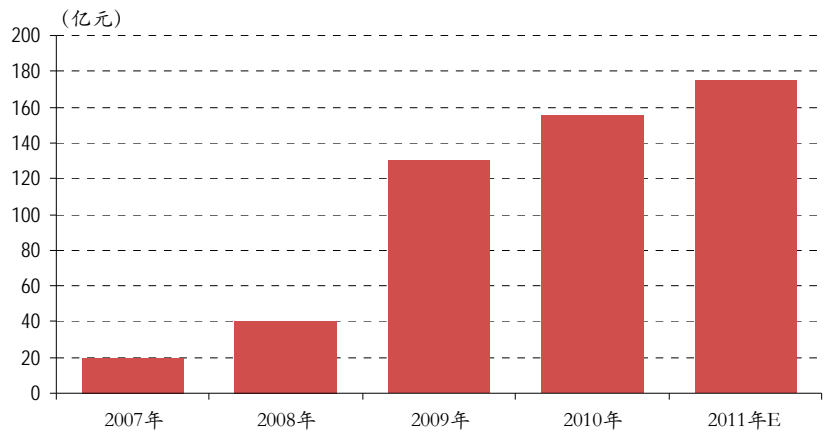


资料来源：中银国际研究、公司资料

农业生产灌溉、农村建设用水和农民生活用水都离不开农用水泵。国家为扶持“三农”发展，先后出台《中华人民共和国农业机械化促进法》、《水利产业政策》、《全国农村饮水安全工程“十一五”规划》、《关于加强农业节水灌溉和农村供水产品认证工作的通知》等法律法规及产业政策。

2009年农业部将农用水泵等排灌机械列入了《2009-2011年支持推广的农业机械产品目录》的申报范围。2010年1月下发的中央1号文件进一步增加了农机购置补贴，农机补贴为30%到60%不等，公司有40几个品种进入国家农机补贴目录，目前有10个省进入操作实施。补贴产品销售收入占到公司内销收入的40%。未来随着各省补贴政策的落实到位，农民购买意愿加强，将带动公司产品的需求。而国家的农机补贴政策从20亿到了10年的155亿，我们预计11年财政补贴将达到180亿左右。

图表 10.2007-2011 国家农机补贴金额



资料来源：中银国际研究、公司资料

2011 中央一号文件对公司的影响

今年年初中央一号文件提出，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。2010 年我国水利投资是 2000 亿元，高出一倍就是 4000 亿元，未来 10 年的水利投资将达到 4 万亿元。一号文件还提出，各级财政对水利投入的总量和增幅要有明显提高，大幅度增加中央和地方财政专项水利资金，从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设，充分发挥新增建设用地土地有偿使用费等土地整治资金的综合效益。按照目前全国每年土地出让金收益算，10% 就是 700 亿元左右。我们调研了解到，公司的水泵主要面向终端用户，有一定的消费属性，而公司认为国家水利投资重点在水库和水电站的建设以及泵站的更新改造等，主要使用大型水泵，公司的受益将是间接的。

我国农用水泵行业集中度提升，利于龙头企业发展

我国农用水泵生产地相对集中于浙江等几个省份，但业内厂商数量众多。据农机协会排灌分会统计，2008 年，我国农用水泵生产企业约有 3,000 家，规模达到亿元以上的企业不足 30 家绝大多数的企业模较小，年产值从几百万元到几千万元不等，而且尚未建立全国性的销售渠道网络，销售往往集中在一个或几个局部市场。目前农用水泵行业仍比较分散，但集中化发展已初现端倪。下图显示促进我国农用水泵未来整合的主要因素：

图表 11. 农用水泵行业整合的主要因素



资料来源：中银国际研究、公司资料

可预见，我国农业机械化的进一步深化改革，国家强化行业生产标准的实施和进一步加强产品质量监督工作，将会成为我国农用水泵行业整合的契机。公司正是地处于温岭市，在未来的行业整合进程中有着天然的地理优势，而且目前公司行业占有率第一的龙头地位也使得其能够在行业整合过程中获得相当丰厚的利润。

四大竞争优势巩固公司市场地位

营销体系优势

公司的小型水泵直接面对终端个人和家庭用户，地域分厂分散。公司的销售基本依赖于各地经销商。公司的营销体系是公司的优势所在，新界品牌的经过 20 多年品牌沉淀，同时也建立了遍布全国的营销网络，这个是多数中小公司无法做到的。公司已在国内市场形成了以省会和一级城市为重点，地级市为主体，县级市和重点乡镇为辐射点的营销网络。公司在全国拥有 700 多家批发商和近 3,000 家分销商，广泛覆盖全国各地，充分渗透各领域客户。公司在经销商挑选和一二级经销商管理和培训方面花了很多精力，实际效果不错。根据我们的实地调研，我们了解到对于经销商，公司的激励主要是进行销售返点，返点比例大概为销售金额的 2%-6%，按照不同的销售量和不同品种进行返点，调动经销商的积极性。

品牌优势

公司产品被浙江省质量技术监督局认定为“浙江名牌产品”，两度荣获“国家免检产品”称号。公司企业商号“新界（泵业）”也被浙江省工商行政管理局认定为“浙江省知名商号”，新界品牌被认定为“中国驰名商标”。公司在 70 多个国家和地区注册“SHIMGE”商标。调研中我们了解到水泵一般使用寿命 2000 小时在 3 年左右，质量不好的机器容易发生故障，所以农民对于公司水泵的品牌忠诚度比较高。公司 70%的水泵为潜水泵，水下作业的泵对质量要求较高，公司品牌在这方面有较大优势。

技术研发优势

公司是农用水泵行业标准的主要起草单位，累计主持或参与制定国家或行业标准 22 项。公司拥有 42 项国家专利，被认定为高新技术企业和省级企业技术中心。公司具备敏捷的应用技术优势和新品研发能力，在新品推出方面领先于同行，以迎合市场需求的变化。一般而言，公司 1—2 个月内可完成产品改进，3—6 个月内推出同系列的延伸新产品，6—12 个月内能推出产品的新系列，引领农用水泵市场的发展趋势。

成本优势

公司的成本优势主要体现在生产制造上：关键部件如电机、定子等采取自主设计、自制生产，少数零部件如外壳采取自制和外协加工相结合的方式。这可以有效控制整机生产各环节的生产成本和产品质量，保证主要零部件的供应及交付时间，缩短产品生产周期，节约生产成本，提高产品的性价比。待募集资金拟投资的“技术中心建设项目”实施后，公司将进一步提高整机与关键零部件的研发设计和制造工艺水平，对产品深入优化设计，丰富农用水泵产品线，延长产品价值链，增强公司成本竞争力。

募投项目：产能释放，技术提升

本次募集资金将用于“年产 100 万台农用水泵建设项目”和“技术中心建设项目”，“年产 100 万台农用水泵建设项目”主要用于弥补公司农用水泵生产能力不足，进一步提升产品质量及产品配套能力，提高现有产品生产规模。“技术中心建设项目”有助于增强公司研发能力，进一步提升技术水平，保持公司在产品研发、产品制造和质量管理等方面的技术优势。

图表 12.募投项目情况

| 序号 | 项目名称 | 使用募集 资金额 | 建设周期 | 预计年 营业收入 | 净利润 |
|----|-----------------------|-------------|-------|-------------|------|
| 1 | 年产 100 万台农用水 泵建设项目 | 158.14 | 12 个月 | 284.6 | 33.4 |
| 2 | 技术中心建设项目 | 23.21 | 12 个月 | - | - |
| 合计 | | 181.35 | - | 284.6 | 33.4 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

公司目前的产能和产量在 180 万台水泵左右, IPO 募投项目将新增 100 万台的产能, 新厂房在台站滨海区, 2011 年年底投产, 预计 2012 年产能增加 60%, 2013 年达产。产能完全释放后, 营业收入新增 2.85 亿元, 占到 2009 年营业收入的 64%, 净利润 3340 万, 占到 2009 年净利润的 71% 公司目前的市场占有率在 3% 左右, 随着上市成功, 新产能的投产, 公司未来 3 年市场占有率有望上升到 4% 以上。技术中心建设项目建设期为 1 年, 项目致力于新产品技术研发及产业化进程, 引进高级技术人才, 增加技术储备, 立志成为国内一流的农用水泵技术研发中心。

盈利预测

图表 13.业务收入预测

| (百万元) | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 水泵 | 288.58 | 341.56 | 379.2 | 492.96 | 640.85 | 865.14 |
| 空压机 | 39.9 | 47.42 | 45.53 | 53.73 | 61.78 | 71.05 |
| 配件等其他产品 | 6.17 | 7.33 | 11.29 | 15.35 | 19.96 | 25.95 |
| 合计 | 334.65 | 396.31 | 436.02 | 562.04 | 722.59 | 962.15 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 14.主要产品毛利率

| % | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 水泵 | 15.5 | 19.8 | 26.3 | 25.0 | 25.0 | 25.0 |
| 空压机 | 15.2 | 12.8 | 17.2 | 17.0 | 16.0 | 16.0 |
| 配件等其他产品 | 22.7 | 32.7 | 15.7 | 16.0 | 20.0 | 20.0 |
| 合计 | 15.6 | 19.2 | 25.1 | 24.0 | 24.1 | 24.2 |

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 15. 利润表预测

| (单位: 百万人民币) | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 363.15 | 413.57 | 447.48 | 562.04 | 722.59 | 962.15 |
| 营业成本 | (297.06) | (333.58) | (336.86) | (427.21) | (548.50) | (729.30) |
| 营业税金及附加 | (1.13) | (0.33) | (0.55) | (0.69) | (0.89) | (1.18) |
| 销售费用 | (13.34) | (12.58) | (20.67) | (25.48) | (26.44) | (41.09) |
| 管理费用 | (27.82) | (27.97) | (32.45) | (40.61) | (48.60) | (64.60) |
| 财务费用 | (4.88) | (8.96) | (5.20) | (5.50) | 1.50 | 2.00 |
| 资产减值损失 | 1.43 | 0.72 | (0.54) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 3.40 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 营业利润 | 23.76 | 30.88 | 51.21 | 63.55 | 100.66 | 128.97 |
| 营业外收入 | 1.22 | 1.68 | 3.24 | 6.14 | 2.05 | 2.05 |
| 营业外支出 | (0.64) | (0.58) | (0.58) | (0.60) | (0.60) | (0.60) |
| 税前利润 | 24.33 | 31.97 | 53.87 | 69.09 | 102.11 | 130.42 |
| 所得税 | 3.03 | (4.55) | (6.82) | (9.67) | (15.32) | (19.56) |
| 净利润 | 27.36 | 27.42 | 47.05 | 59.42 | 86.79 | 110.86 |
| 少数股东损益 | (0.16) | 0.06 | 0.04 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 27.21 | 27.48 | 47.09 | 59.46 | 86.84 | 110.90 |
| 每股收益 | 0.720 | 0.727 | 0.785 | 0.743 | 1.086 | 1.386 |

资料来源: 中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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