

2011年3月21日

石油济柴

国际战略、气体机战略显著推进

买入

A

000617.SZ - 人民币 24.51

目标价格: 人民币 27.50(↑21.00)

罗丹

(8610) 6622 9107

dan.luo@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210090001

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(%) | 25 | 7 | 20 | 82 |
| 相对新华富时A50指数 (%) | 23 | 8 | 21 | 94 |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万) | 288 |
| 流通股(%) | 50 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 3,529 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 94 |
| 净负债比率(%) | 17 |
| 主要股东(%) | |
| 济南柴油机厂 | 60 |

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

2010年, 公司四个重点项目取得战略性突破, 社会市场占有率强力拓展, 研发的高端新产品进入工业实验阶段。尽管总收入同比下降 10.67%, 但剔除柴油机配件和大修等收入, 主营产品的营业收入实现了 14% 的增长。公司的毛利率水平仍未恢复, 与 2009 年基本持平, 主要受原材料价格的上涨影响; 另外, 公司近两年把主要精力放在拓展社会市场以及重大科技产品突破上, 因此新的高端产品大幅增厚业绩还需时日。鉴于母公司动力总厂(非上市公司)的收入规模日趋上升, 母公司与上市公司资源分配问题未来将凸显。重申买入评级, 上调目标价至 27.50 元。

支撑评级的要点

- 2010 年社会市场增长近 30%, 气体机及气体发电机组同比增长 42.3%。2010 年末, 公司的天然气发电机组首次打入伊朗市场。预计气体机及发电机组的销售收入 2011 年能达到 5 亿元左右, 实现同比增长 100%。
- 国际市场开拓显著, 实现公司历年单笔最大出口订单。2010 年公司 55 台产品成功中标伊拉克鲁迈拉项目。

评级面临的主要风险

- 原材料价格继续上涨。
- 需求增长缓慢导致产能利用率不足。

估值

■ 考虑到公司毛利率快速提升仍有压力, 我们将 2011-2012 年盈利预测由原来的 0.42 元、0.79 元调整至 1.00 元、0.55 元。2011 年经常性每股收益约为 0.15 元, 其余为处置参股公司所得营业外收入。我们给予公司相对 2012 年 50 倍的估值, 目标价格由 21.00 元上调至 27.50 元。维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 1,588 | 1,419 | 1,837 | 2,486 | 3,489 |
| 变动(%) | 25 | (11) | 30 | 35 | 40 |
| 净利润(人民币 百万) | 53 | 17 | 288 | 157 | 210 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.183 | 0.059 | 1.001 | 0.545 | 0.729 |
| 变动(%) | (57.8) | (68.1) | 1,610.8 | (45.5) | 33.8 |
| 市场预期每股收益(人民币) | - | 0.300 | 0.420 | 0.790 | - |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | - | - | 0.421 | 0.786 | - |
| 调整幅度(%) | - | - | 137.6 | (30.6) | N/A |
| 核心每股收益(人民币) | 0.183 | 0.059 | 1.001 | 0.545 | 0.729 |
| 变动(%) | (57.8) | (68.1) | 1,610.8 | (45.5) | 33.8 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 133.6 | 418.8 | 24.5 | 45.0 | 33.6 |
| 核心市盈率(倍) | 133.6 | 418.8 | 24.5 | 45.0 | 33.6 |
| 每股现金流量(人民币) | (0.07) | (0.09) | 0.21 | 0.13 | (0.34) |
| 价格/每股现金流量(倍) | (345.6) | (269.5) | 119.1 | 195.1 | (71.4) |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 118.6 | 169.6 | 64.9 | 27.8 | 22.0 |
| 每股股息(人民币) | 0.020 | 0.020 | 0.020 | 0.020 | 0.020 |
| 股息率(%) | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

天然气市场分析

中国天然气利用起步较晚，目前天然气在一次能源中的比例约为 3.5%，远低于发达国家 20%-30% 的平均水平。天然气的供应目前约 1/3 以上需要进口，根据国家能源局发展规划，天然气勘探开发生产和进口天然气引进工作将逐渐加大，预计 2020 年天然气总消耗量将达到 4,000 亿立方米，天然气在中国一次能源中的比例将由目前的 3.5% 提高到 16%。其中，约 900 亿立方米天然气将替代煤炭、柴油等其他一次能源用于各种发电领域。

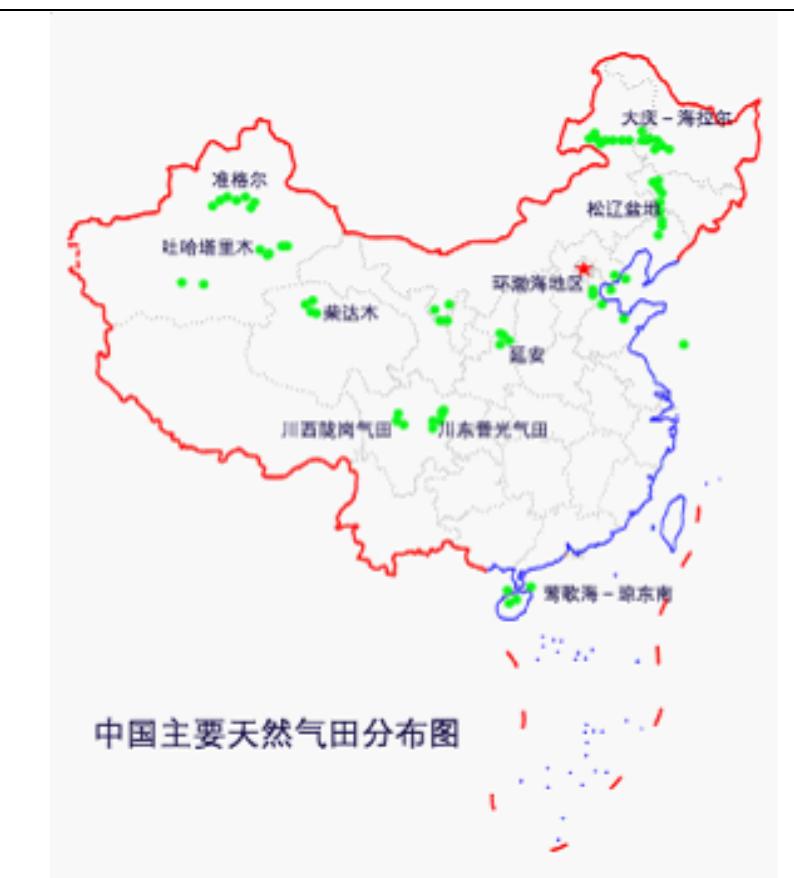
天然气产业布局加快

“到 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40% 至 45%” 的承诺使我国面临能源结构调整的巨大压力，天然气利用将被高度重视。

中国天然气生产以西部地区为主，主要包括新疆、四川，通过管道送至东部地区。“十一五”期间，中国先后建成塔里木、长庆和普光等大型气田，发现了荔湾等气田。建成了西气东输二线西段、川气东送、陕京三线等国内天然气骨干线，天然气总长度已达 4 万公里。

诸多进口天然气项目在沿海落成。中石油在深圳大铲岛、江苏如东均投资建设了大型进口 LNG 接受码头；中海油加大了海上天然气的生产和管道建设，如：唐山曹妃甸、烟台龙口、东海春晓气田、深圳大鹏进口 LNG 项目、珠海进口 LNG 项目、南海惠州、番禹、西江、文昌等。

图表 2. 中国主要天然气田分布



数据来源：公司数据

天然气发电市场分析

正如 60 年代初西欧发现大型天然气田后，天然气利用取得了快速的发展。如今天然气被用于供暖、烹饪和热水供应，由于采用了热-电联供系统，天然气已成为德国发电的重要组成部分。

天然气发电是电网调峰的最佳方式

天然气发电是电网实现调峰、发展分布式能源的最佳方式。中国目前的能源供应态势、能源分布与经济发展区域的非均衡特点有助于天然气发电产业的发展。

天然气电热冷联供系统的能源利用效率高达 70% 以上，是国家重点扶持鼓励的天然气推广利用模式，预计可实现装机功率 4,000 万千瓦。其中大型燃气轮机发电项目将成为规模化燃气电厂取代燃煤电厂，中小型天然气冷热电系统装机功率将达 1,000 万千瓦。预计 2020 年，中国将有 1 万台 1MW 机组的需求当量，约大于 1,000 亿元的市场容量。

1. 油田伴生气发电市场

中国目前天然气发电市场主要以油田伴生气发电为主，需求主要以偏远地区或者燃气收集输送困难的地区为主，尤其是开发初期电力系统仍不完善的新油气田。如：冀东油田人工岛项目、新疆各油田偏远井区，延长石油偏远井区等。目前该市场对动力设备的总需求量较少，不到一亿元。1,000 千瓦功率以上的发动机需要进口。

预计济柴在该市场的占有率将由目前的 70% 扩展至 90% 以上，因为济柴天然气发电机组的功率范围已经逐步扩展至 1,000 千瓦以上，将逐步替代大功率进口产品。

2. 社会天然气发电市场

社会天然气发电市场有很大的市场空间，但目前仍处于起步阶段，需要燃气管道的大量建设以及 CNG、LNG 应用的广泛普及。主要目标市场包括工况企业自备电站、备用机组、分布式能源系统电热冷项目等。济柴目前的产品功率段已基本可以满足社会发电市场需求。

图表 3. 天然气电热冷联供



数据来源：公司数据

由于我国目前天然气存在较大缺口，该市场仍未大规模启动。预计公司在“十二五”期间社会天然气发电市场将上一个新台阶。因为中石油集团公司“十二五”期间，将保持天然气产销量年均两位数增长，至 2015 年天然气产量要占集团公司国内油气总当量的 50%。我们估计，“十二五”期间集团公司天然气业务重组、整合将持续推进。

3. 沼气发电市场

沼气（生物质气）市场是近期公司业务的主要增长点。其细分市场主要有：垃圾填埋气体发电、工业沼气发电、畜牧沼气发电、秸秆气发电。

沼气发电市场有很大的发展空间，因为中国沼气资源丰富，如全部合理利用，每年沼气产气相当于 40 亿立方米天然气。

我国城市垃圾量年均增长 6.5%，90%以上的城市采取填埋的方式处理垃圾，这些填埋垃圾产生的沼气数量惊人。据了解，到 2020 年我国将新增垃圾发电装机容量 330 万千瓦左右，按照每千瓦机组设备投资 2,000 元计算，将有 60 亿机组设备需求。

公司在垃圾填埋气体发电领域积累了一系列工程经验，市场影响力不断提高。2010 年 4 月，公司中标国内最大的北京垃圾填埋气体发电项目，打破了国外产品的垄断，并连续拿下了南京、安徽的大功率沼气发电项目。

另外、工业沼气发电市场是国内外燃气发电设备生产商竞争最激烈的市场。2011 年 1MW 发电机组的需求量约有 100 亿元。尽管济柴的 H16V 大功率气体机组进入该领域，打破了大功率长期被进口垄断的局面，但公司的宣传推广力度仍有待提升。激烈竞争导致的回款安全将是个风险。

公司近年经营分析

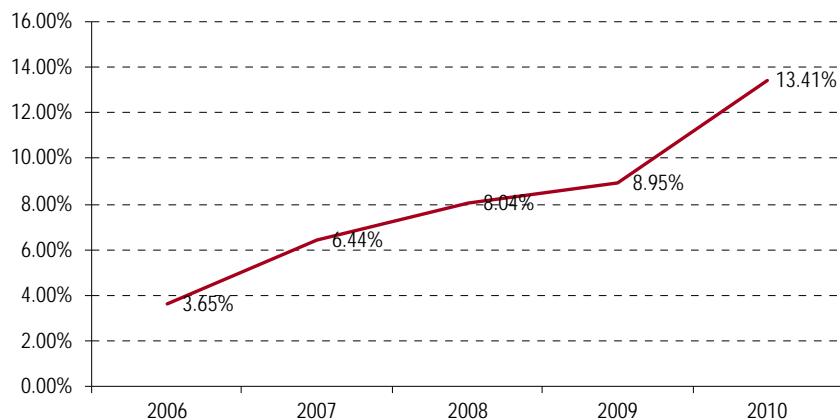
我们判断公司业绩最糟糕的时期已经过去，目前正处拐点。2010 年公司的内燃机产量及销量都高于 2009 年，剔除机组配套和大修的营业收入，主营产品收入同比上升约 14%。虽然固定资产折旧占收入的比例再创新高，但公司整体毛利率仍基本与 2009 年持平。主要是因为 2010 年原材料价格的攀升对毛利率回升产生了较大压力。

公司近年业绩下滑的原因

公司近年来主业盈利能力下降的原因是多方面的：2006 年公司从老厂区迁至目前的新厂区后，固定资产折旧占收入的比例逐年上升，公司毛利率由 2006 年的 24% 降至 2007 年 20.7%。无独有偶，2008 年之前正当中国陆地油田建设的高峰期，此后逐渐下滑，中石油集团公司的物资采购量 2008 年开始大幅下滑。

而公司在 2009 年金融危机之前的主要产品市场仍为油田系统，社会市场营销比较薄弱。上述原因导致公司的订单从 2008 年开始减少，产能利用率不足导致毛利率大幅下滑。

图表 4. 公司固定资产折旧占收入比例

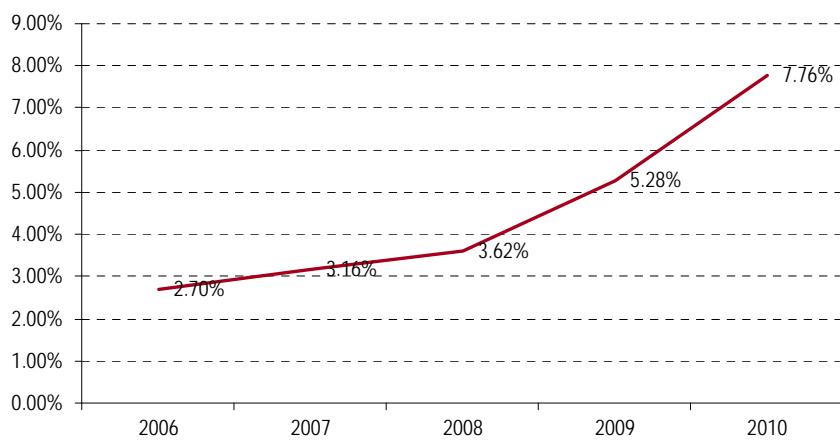


数据来源：公司数据

公司近年研发费用逐渐提高

我们判断公司未来三年综合毛利率将有望恢复。原因是公司前几年的技术研发的新型号产品及大功率产品将在后续几年逐渐体现经济效益。另外，公司的固定资产折旧将保持稳定。

图表 5. 公司近年研发支出占收入比例



数据来源：公司数据

图表 6. 公司近年毛利率水平及预测

| 毛利率(%) | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 直列型柴油机(船用) | (9.1) | (13.7) | (11.4) | (5.0) | 5.0 | 5.0 |
| V 型柴油机 (陆用) | 24.4 | 18.7 | 10.8 | 12.0 | 20.0 | 20.0 |
| 柴油发电机组 | 27.2 | 20.3 | 21.0 | 21.0 | 21.0 | 21.0 |
| 气体机及气体发电机组 | 22.2 | 17.8 | 18.9 | 22.0 | 25.0 | 25.0 |
| 柴油机配件及其他 | 11.6 | 8.1 | 12.2 | 12.0 | 15.0 | 15.0 |
| 柴油机大修 | 21.6 | 12.4 | 8.9 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 机组配套 | 13.1 | 6.8 | 12.6 | 13.0 | 13.0 | 13.0 |
| 合计 | 19.2 | 12.6 | 12.4 | 15.0 | 20.3 | 21.2 |

资料来源：中银国际研究及公司数据

济柴研发的完全自主知识产权的新型发动机产品 JC15 和 26/32，缸径粉笔为 140 毫米、260 毫米，结束了 40 年来单一生产 190 毫米系列产品的历史。其动力性、安全性、排放指标等均达到目前内燃机设计世界顶级水平。JC15 型发动机是国产自主品牌轻型钻机用动力装备，可完全替代同类进口发动机。26/32 型发动机可用于海洋钻井平台、地下储气库压气站等领域。

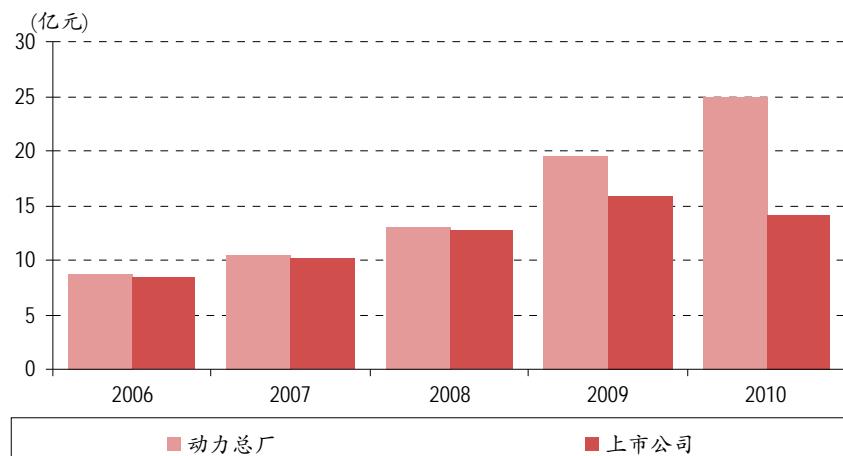
估值将提升

我们判断公司未来五年的成长将主要受益天然气产业发展的大幅拉动，例如天然气发电、天然气管网的大量建设以及地下储气库建设等，摆脱以往集中于油田建设的单一市场。实际上，中国未来新增油水井将陆续减少，而气井数量将大量增加。数据表明，气井数量已由 2004 年的 214 口增加到 2008 年的 1,942 口。

集团公司天然气产业重组仍将推进

我们注意到母公司济柴动力总厂销售收入日渐庞大，快速增长。而 2009 年以前，母公司动力总厂只负责行政管理。基于此，我们判断集团公司对天然气产业链条的整合仍将推进。动力总厂销售收入增长势头将持续。

图表 7.济柴动力总厂与上市公司近年销售收入



数据来源：中银国际研究

考虑到公司仍有原材料价格上涨压力，毛利率快速回升仍需时日，我们将 2011-2012 年盈利预测由原来的 0.42 元、0.79 元调整至 1.00 元、0.55 元，2013 年每股收益 0.73 元（2011 年经常性每股收益为 0.15 元）。由于公司将受益于新兴行业的快速发展，我们重申买入评级，给予公司相对 2012 年 50 倍估值，目标价格由原来的 21.00 元上调至 27.50 元。

图表 8.业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 | 2010 | 同比变动% |
|-------------------|----------|----------|---------|
| 主营业务收入 | 1,588.20 | 1,418.52 | (10.7) |
| 主营业务成本 | 1,387.50 | 1,242.73 | (10.4) |
| 主营业务税金及附加 | 5.7 | 5.6 | (2.3) |
| 营业费用 | 74.4 | 61.3 | (17.6) |
| 管理费用 | 107.1 | 117.7 | 9.9 |
| 资产减值损失 | 6.8 | 6.9 | 0.9 |
| 投资收益 | 47.2 | 9.0 | (81.0) |
| 财务费用 | 28.4 | 28.0 | (1.3) |
| 营业利润 | 25.6 | (34.6) | (235.3) |
| 利润总额 | 53.2 | 13.9 | (73.9) |
| 所得税 | 0.4 | (3.0) | - |
| 净利润 | 52.7 | 16.8 | (68.1) |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | - |
| 归属母公司的净利润 | 52.7 | 16.8 | (68.1) |
| 主要财务指标 (%) | | | |
| 毛利率 | 12.6 | 12.4 | - |
| 营业利润率 | 1.6 | (2.4) | - |

资料来源：公司数据

损益表(人民币百万)

| 年结日：12月31日 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 1,588 | 1,419 | 1,837 | 2,486 | 3,489 |
| 销售成本 | (1,393) | (1,248) | (1,569) | (1,991) | (2,763) |
| 经营费用 | (133) | (126) | (157) | (232) | (386) |
| 息税折旧前利润 | 63 | 44 | 112 | 263 | 340 |
| 折旧及摊销 | (49) | (53) | (50) | 52 | 55 |
| 经营利润(息税前利润) | 14 | (9) | 62 | 211 | 286 |
| 净利润收入/(费用) | (28) | (28) | (14) | (17) | (21) |
| 其他收益/(损失) | 68 | 51 | 336 | 15 | 15 |
| 税前利润 | 53 | 14 | 384 | 209 | 280 |
| 所得税 | 0 | 3 | (96) | (52) | (70) |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润 | 53 | 17 | 288 | 157 | 210 |
| 核心净利润 | 53 | 17 | 288 | 157 | 210 |
| 每股收益(人民币) | 0.183 | 0.059 | 1.001 | 0.545 | 0.729 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.183 | 0.059 | 1.001 | 0.545 | 0.729 |
| 每股股息(人民币) | 0.020 | 0.020 | 0.020 | 0.020 | 0.020 |
| 收入增长(%) | 25 | (11) | 30 | 35 | 40 |
| 息税前利润增长(%) | (70) | (164) | (809) | 241 | 36 |
| 息税折旧前利润增长(%) | (32) | (29) | 151 | 136 | 29 |
| 每股收益增长(%) | (58) | (68) | 1,611 | (46) | 34 |
| 核心每股收益增长(%) | (58) | (68) | 1,611 | (46) | 34 |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 税前利润 | 53 | 14 | 384 | 209 | 280 |
| 折旧与摊销 | 49 | 53 | 50 | 52 | 55 |
| 净利息费用 | 28 | 28 | 14 | 17 | 21 |
| 运营资本变动 | (101) | (125) | (292) | (190) | (388) |
| 税金 | 0 | 3 | (96) | (52) | (70) |
| 其他经营现金流 | (49) | 1 | 0 | 0 | 4 |
| 经营活动产生的现金流 | (20) | (26) | 59 | 36 | (99) |
| 购买固定资产净值 | (133) | (35) | (83) | (83) | (120) |
| 投资减少/增加 | 45 | (2) | 330 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生的现金流 | (88) | (36) | 247 | (83) | (120) |
| 净增权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净增债务 | 150 | 100 | (300) | 50 | 50 |
| 支付股息 | (6) | (6) | (6) | (6) | (6) |
| 其他融资现金流 | (30) | (26) | (14) | (17) | (21) |
| 融资活动产生的现金流 | 114 | 68 | (319) | 27 | 23 |
| 现金变动 | 6 | 6 | (14) | (19) | (196) |
| 期初现金 | 115 | 121 | 127 | 113 | 94 |
| 公司自由现金流 | (137) | (89) | 292 | (47) | (219) |
| 权益自由现金流 | 13 | 11 | (8) | (14) | (190) |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 122 | 127 | 113 | 94 | (102) |
| 应收帐款 | 515 | 758 | 984 | 1,332 | 1,864 |
| 库存 | 380 | 399 | 476 | 549 | 884 |
| 其他流动资产 | 0 | 113 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产总计 | 1,016 | 1,397 | 1,573 | 1,974 | 2,646 |
| 固定资产 | 669 | 677 | 697 | 715 | 778 |
| 无形资产 | 62 | 60 | 68 | 75 | 72 |
| 其他长期资产 | 464 | 395 | 194 | 221 | 248 |
| 长期资产总计 | 1,195 | 1,132 | 959 | 1,011 | 1,098 |
| 总资产 | 2,212 | 2,529 | 2,532 | 2,985 | 3,744 |
| 应付帐款 | 523 | 708 | 857 | 1,087 | 1,567 |
| 短期债务 | 500 | 600 | 300 | 350 | 350 |
| 其他流动负债 | 126 | 162 | 4 | 5 | 5 |
| 流动负债总计 | 1,149 | 1,470 | 1,161 | 1,442 | 1,922 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 227 | 212 | 243 | 263 | 338 |
| 股本 | 288 | 288 | 288 | 288 | 288 |
| 储备 | 548 | 559 | 842 | 993 | 1,196 |
| 股东权益 | 836 | 847 | 1,129 | 1,280 | 1,484 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总负债及权益 | 2,212 | 2,529 | 2,532 | 2,985 | 3,744 |
| 每股帐面价值(人民币) | 2.91 | 2.95 | 3.93 | 4.45 | 5.16 |
| 每股有形资产(人民币) | 2.69 | 2.74 | 3.69 | 4.19 | 4.91 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 1.32 | 1.65 | 0.65 | 0.89 | 1.57 |

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 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------|---------|-------|-------|--------|
| 盈利能力(%) | | | | | |
| 息税折旧前利润率 | 3.9 | 3.1 | 6.1 | 10.6 | 9.8 |
| 息税前利润率 | 0.9 | (0.6) | 3.4 | 8.5 | 8.2 |
| 税前利润率 | 3.3 | 1.0 | 20.9 | 8.4 | 8.0 |
| 净利率 | 3.3 | 1.2 | 15.7 | 6.3 | 6.0 |
| 流动性(倍) | | | | | |
| 流动比率 | 0.9 | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 利息覆盖率 | 0.5 | (0.3) | 3.8 | 11.2 | 15.1 |
| 净权益负债率(%) | 45.3 | 55.9 | 16.5 | 20.0 | 30.4 |
| 速动比率 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 0.9 |
| 估值(倍) | | | | | |
| 市盈率 | 133.6 | 418.8 | 24.5 | 45.0 | 33.6 |
| 核心业务市盈率 | 133.6 | 418.8 | 24.5 | 45.0 | 33.6 |
| 目标价对应核心业务 | 149.9 | 469.9 | 27.5 | 50.4 | 37.7 |
| 市盈率 | | | | | |
| 市净率 | 8.4 | 8.3 | 6.2 | 5.5 | 4.7 |
| 价格/现金流 | (345.6) | (269.5) | 119.1 | 195.1 | (71.4) |
| 企业价值/息税折旧前 | 118.6 | 169.6 | 64.9 | 27.8 | 22.0 |
| 利润 | | | | | |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 104.2 | 114.0 | 101.8 | 75.2 | 74.9 |
| 应收帐款周转天数 | 106.1 | 163.7 | 173.0 | 170.0 | 167.2 |
| 应付帐款周转天数 | 118.7 | 158.5 | 155.4 | 142.7 | 138.8 |
| 回报率(%) | | | | | |
| 股息支付率 | 10.9 | 34.2 | n.a. | 3.7 | 2.7 |
| 净资产收益率 | 6.5 | 2.0 | 29.1 | 13.0 | 15.2 |
| 资产收益率 | 0.6 | (0.4) | 1.8 | 5.7 | 6.4 |
| 已运用资本收益率 | 1.1 | (0.6) | 4.5 | 13.9 | 16.4 |

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