

2010年3月28日

A
持有 (↓买入)

601939.SS - 人民币 5.04

目标价格: 人民币 5.31 (↓5.45)

H
持有 (↓买入)

0939.HK - 港币 7.32

目标价格: 港币 7.60

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

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(%)	10	3	7	(7)
相对新华富时				
A50 指数 (%)	5	0	5	2

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)	250,011
流通股(%)	3.84
流通股市值(人民币 百万)	48,386
3个月日均交易额(人民币 百万)	278
主要股东(%)	
中央汇金公司	57.03

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

建设银行

未来息差提升存疑

2010年全年,建设银行实现归属母公司净利润1,348.4亿元,较去年同比增长26.3%,与我们之前的预期基本一致。建行的净息差虽然呈现季度环比稳步回升的趋势,但贷款结构可能会在未来制约该行息差的表现。该行四季度计提大量拨备,使其拨贷比一举达标,但也隐含了一定的风险。考虑到该行的估值不再具有吸引力,我们将该行A股和H股的评级分别由买入下调至持有。维持H股的目标价不变,但略微下调A股的目标价。

年报要点

- 建设银行的资金成本仍然具有优势,其活期存款占比在2010年末达到56%;同时,2010年下半年新发放贷款的定价能力提升较快,带动该行四季度的净息差呈现环比上升的态势;
- 2010年末建设银行的拨贷比达到2.52%,年末拨备覆盖率达到221%,提前达标;不良贷款继续实现“双降”,但下半年的改善速度明显放缓。
- 展望未来,我们对建设银行的净息差持谨慎的态度,其贷款的期限结构没有明显的改善,根据我们的测算,2010年新增的中长期贷款大约占整体8,500亿新增贷款的73%,中长期贷款占比较高将导致该行贷款重定价速度较慢,净息差表现可能相对较差。
- 主要风险: 房地产相关贷款的敞口在2010年下半年继续扩大;表外资产、中长期公司贷款的风险有所上升,风险加权资产占比升高。

估值

- 目前建行A股和H股的价格分别相当于1.6倍和2倍的2011年预期市净率,估值水平高于农行和中行,较工行的估值也不再具有吸引力。考虑到该行未来的净息差提升速度可能会偏慢,我们将该行A股和H股的评级分别由买入下调至持有。维持H股港币7.60元的目标价不变,但将A股的目标价由5.45元略为下调至人民币5.31元。

图表 1. 投资摘要(A股)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入(人民币百万)	211,885	251,500	301,062	342,225	384,514
净利润(人民币百万)	106,756	134,844	156,368	176,846	196,888
全面摊薄每股收益(人民币)	0.457	0.539	0.625	0.707	0.788
变动(%)	15.3	18.1	16.0	13.1	11.3
市盈率(倍)	11.0	9.3	8.1	7.1	6.4
每股净资产值(人民币 元)	2.4	2.8	3.2	3.6	4.1
市净率(倍)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.2
净资产收益率(%)	20.9	21.5	21.0	21.0	20.6
每股股息(人民币 元)	0.202	0.212	0.251	0.284	0.317
股息收益率(%)	4	4.2	5	5.6	6.3

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(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	9	8	24
相对恒生中国企业指数(%)	3	4	4	14

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)	250,011
流通股(%)	85.93
流通股市值(港币 百万)	1,572,588
3个月日均交易额(港币 百万)	1,742

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净息收入	211,885	251,500	301,062	342,225	384,514
(人民币 百万)					
净利润	106,756	134,844	156,368	176,846	196,888
完全摊薄每股收益	0.457	0.539	0.625	0.707	0.788
(人民币 元)					
增长率(%)	15.3	18.1	16.0	13.1	11.3
原先预测摊薄每股			0.625	0.707	-
收益(人民币 元)					
调整幅度(%)			0	0	-
市盈率(倍)	11.0	9.3	8.1	7.1	6.4
每股净资产值	2.4	2.8	3.2	3.6	4.1
(人民币 元)					
市净率(倍)	2.6	2.2	2.0	1.7	1.5
净资产收益率(%)	20.9	21.5	21.0	21.0	20.6
每股股息	0.202	0.212	0.251	0.284	0.317
(人民币 元)					
股息收益率(%)	3.3	3.4	4.1	4.6	5.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2010 年业绩摘要

2010 年全年，建设银行实现归属母公司净利润 1,348.4 亿元，较去年同比增长 26.3%，与我们之前的预期基本一致。净利息收入比我们的预期略低 0.9%，导致营业收入整体略低于我们的预期，此外，对表外业务计提损失又导致整体拨备费用高于预期，只是由于所得税和营业税偏低，才使得最终的净利润略好于预期。

单季度来看，2010 年四季度，建设银行实现净利润 243.5 亿元，其中，净利息收入在净息差的推动下仍然实现了环比增长 7.7%，净手续费及佣金收入也实现环比增长 16%。

图表 2. 2010 年全年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动(%)	环比变动(%)
净利息收入	211,885	251,500	18.7	7.7
净手续费及佣金收入	48,059	66,132	37.6	16.0
其他非息收入	7,240	5,857	(19.1)	18.4
营业收入	267,184	323,489	21.1	9.4
营业费用	(88,150)	(102,129)	15.9	57.2
拨备前营业利润	179,034	221,360	23.6	(9.5)
拨备费用	(25,460)	(29,292)	15.1	493.1
营业利润	153,574	192,068	25.1	(35.1)
营业税	(15,972)	(18,364)	15.0	10.1
非经营性收入	1,123	1,452	29.3	(49.9)
税前利润	138,725	175,156	26.3	(39.3)
所得税	(31,889)	(40,125)	25.8	(41.1)
净利润	106,836	135,031	26.4	(38.8)
少数股东损益	(80)	(187)	133.8	(56.7)
归属母公司净利润	106,756	134,844	26.3	(38.8)

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 3. 2010 年全年实际业绩与预测值差异

(人民币, 百万)	2010 年业绩实际值	2010 年业绩预测值	差异(%)
净利息收入	251,500	253,764	(0.9)
手续费收入	66,132	66,000	0.2
其他非息收入	5,857	4,798	22.1
营业收入	323,489	324,562	(0.3)
营业费用	(102,129)	(102,641)	(0.5)
拨备前营业利润	221,360	221,921	(0.3)
拨备费用	(29,292)	(24,753)	18.3
营业利润	192,068	197,169	(2.6)
营业税	(18,364)	(20,111)	(8.7)
非经常项目损益	1,452	10	-
税前利润	175,156	177,068	(1.1)
所得税	(40,125)	(44,245)	(9.3)
净利润	135,031	132,823	1.7
少数股东损益	(187)	(43)	334.9
归属母公司净利润	134,844	132,780	1.6

资料来源：公司数据，中银国际研究

年报亮点

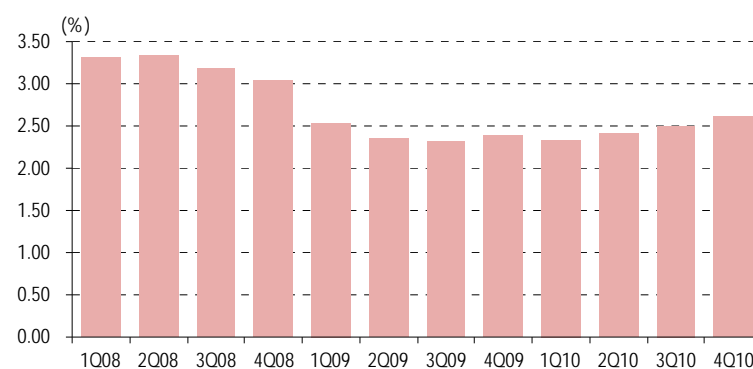
1. 2010 年四季度净息差回升较快

建设银行的净息差呈现季度环比稳步回升的趋势，根据我们的测算，2010 年二季度至四季度，建设银行的净息差每个季度分别上升 6 个、10 个和 12 个基点，2010 年四季度的息差已经达到 2.62%。

我们做出以下评论：

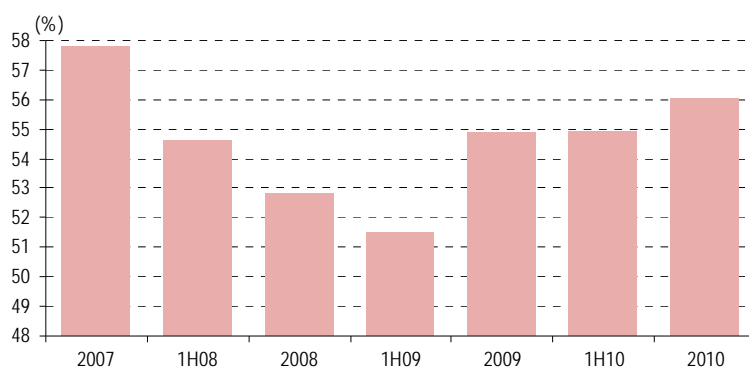
其一，建设银行的资金成本仍然具有优势，其活期存款占比在 2010 年末达到 56%，较 2010 年中期提高了 1 个百分点；其二，2010 年下半年新发放贷款的定价能力提升较快，带动该行的贷款收益率稳步上升，同时某些投资类资产的利息收入在年末的集中体现也拉高了四季度的净息差；其三，展望未来，我们对建设银行的净息差持谨慎的态度，其贷款的期限结构没有明显的改善，2010 年新增的公司类中长期贷款占整体 8,500 亿新增贷款的 45%，新增的个人住房贷款占 28%，中长期贷款占比较高将导致该行贷款重定价速度较慢，净息差表现可能相对较差。

图表 4. 2008 年以来建设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. 2007 年以来建设银行的活期存款占比的变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究估计

2. 资产质量持续改善，拨贷比达标

2010 年建设银行年报中的一个比较突出的地方在于，该行在四季度计提了大量拨备，仅四季度就计提了 160 亿的拨备，导致其拨贷比在 2010 年末已经达到 2.52%，提前达到了监管层要求的 2.5% 的标准，体现了该行一贯的审慎、稳健的风格。

2010 年下半年建设银行的不良贷款较 2010 年 6 月末继续“双降”，但下降幅度明显趋缓。截至 2010 年末，建设银行的不良贷款余额和不良贷款率分别为 647.1 亿和 1.14%，较 6 月末仅下降 4.6 亿和 0.08 个百分点。拨备覆盖率则上升至 221.1%，我们预计这可能是四大国有银行中最高的。

3. 手续费收入增长较快

2010 年建设银行实现手续费及佣金净收入 661.32 亿元，同比大幅增长 37.6%，手续费及佣金净收入占营业收入的比例由 2009 年的 18% 提高至 20.44%。其中，银行卡手续费、结算与清算手续费和理财产品业务手续费增长较快。

年报弱势

1. 房地产相关敞口仍在扩大

2010 年全年，建设银行的新增贷款为 8,494 亿，较年初增长 17.6%。但是有两方面需要注意，其一，该行的房地产开发贷款的占比没有明显变化，虽然 2010 年上半年占比略有下降，但是整个下半年，房地产开发贷的占比仍然维持在 7.1% 的水平；其二，个人按揭贷款的占比持续上升。个人按揭贷款较年初增长 28%，新增个人按揭贷款占全部新增贷款的 28.1%。因此，总的房地产相关贷款敞口由年初的 25.1% 上升至 26.4%。如果房地产市场出现较大波动，建行的风险敞口相对较大。

图表 6. 2010 年上半年贷款余额和新增贷款结构

贷款结构(百万)	2010	占比 (%)	2010 年 6 月末	占比 (%)	2009	占比 (%)	2010 年新增贷款占比 (%)
公司短期贷款	1,160,747	20.5	1,072,698	20.1	915,674	19.0	28.9
公司中长期贷款	2,816,118	49.7	2,664,640	49.8	2,435,641	50.5	44.8
公司贷款合计	3,976,865	70.1	3,737,338	69.9	3,351,315	69.5	73.7
个人住房贷款	1,091,116	19.2	1,002,221	18.7	852,531	17.7	28.1
个人消费贷款	78,881	1.4	76,410	1.4	78,651	1.6	0.0
其他个人贷款	198,814	3.5	169,077	3.2	157,277	3.3	4.9
个人贷款合计	1,368,811	24.1	1,247,708	23.3	1,088,459	22.6	33.0
票据贴现	142,835	2.5	194,644	3.6	228,361	4.7	(10.1)
海外业务	180,617	3.2	169,692	3.2	151,638	3.1	3.4
贷款总额	5,669,128	100.0	5,349,382	100.0	4,819,773	100.0	100.0
其中：房地产开发	402,922	7.1	378,611	7.1	358,651	7.4	5.2

资料来源：公司数据，中银国际研究

2. 分红率下降

2010 年报中披露，建设银行计划发放现金股利 530.52 亿元，分红率为 39.3%，较 2009 年的 44.2% 下降较明显。从目前**中国银行**(601988.SS/人民币 3.35; 3988.HK/港币 4.27, 买入)和建行披露的分红率来看，在资本金的约束下，大银行的分红率都有明显下降。我们预计，未来三年大银行的分红率仍然会有所下降，但可能还会在 35% 以上。

3. 资产质量需要观察

我们对该行资产质量的担忧基于三个方面的因素：其一，我们之前提到过，该行的拨备费用较我们的预期偏高，其中一个原因是该行在 2010 年下半年计提了 22 亿的其他资产减值损失，年报中该行表示，这主要对表外的承兑汇票、信用证、保函及理财业务计提减值损失。虽然我们并不能确定主要是哪方面出了问题，但是各家银行在去年年底额度控制很紧的时候都开出了大量的承兑汇票，这可能是未来信用风险的隐患之一；其二，虽然该行不良贷款实现“双降”，但是公司类中长期贷款的不良率却有所上升，而建行的中长期贷款本来占比就较高，这可能是未来值得关注的地方；其三，该行的加权风险资产占总资产的比重，由 2009 年末的 54% 上升至 2010 年末的 55.6%。

未来机会

1. 建设银行未来的息差仍有望继续恢复，但恢复速度可能偏慢：一方面，该行中长期贷款占比较高，贷款重定价速度较慢，但整体贷款收益率未来仍有望进一步提高；另一方面，建行较高的活期存款占比仍然是其资金成本上的一大优势；
2. 建行的风格一向审慎而稳健，拨贷比达标会使得该行彻底摆脱拨备上的压力，未来的拨备费用可能更多地取决于其风险控制的能力。

未来风险

1. 房地产相关的敞口规模继续扩大，对房地产市场的风险敏感度较高；
2. 如果紧缩政策持续进行，可能导致许多企业现金流紧张，信用风险可能上升。

估值

我们对建设银行 2011-2012 年的盈利预测不做修正。目前该行 A 股和 H 股的价格分别相当于 1.6 倍和 2 倍的 2011 年预期市净率，估值水平高于**农业银行**(601288.SS/人民币 2.70，买入; 1288.HK/港币 4.20，持有)和中行，同时较**工商银行**(601398.SS/人民币 4.46; 1398.HK/港币 6.37, 持有)的 1.66 倍和 2 倍的估值也已经不再具有吸引力。考虑到该行未来的净息差提升速度可能会偏慢，估值也不再具有吸引力，我们将该行 A 股和 H 股的评级分别由买入下调至**持有**。维持 H 股港币 7.60 元的目标价不变，但将 A 股的目标价由 5.45 元略为下调至人民币 5.31 元。

损益表(A及H股)(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利息收入	211,885	251,500	301,062	342,225	384,514
净手续费及佣金	48,059	66,132	83,039	98,060	117,673
其他非息收入	7,240	5,857	4,942	5,081	5,240
经营收入	267,184	323,489	389,044	445,367	507,427
经营费用	(88,150)	(102,129)	(123,075)	(144,093)	(163,717)
拨备前经营利润	179,034	221,360	265,968	301,274	343,710
贷款损失拨备	(24,256)	(25,641)	(35,318)	(40,488)	(53,337)
其他风险拨备	(1,204)	(3,651)	5	0	0
经营利润	153,574	192,068	230,655	260,786	290,373
非经常性项目	1,123	1,452	15	15	15
应占联营公司利润	0	0	0	0	0
税前利润	154,697	193,520	230,670	260,801	290,388
营业税	(15,972)	(18,364)	(22,625)	(25,954)	(29,201)
所得税	(31,889)	(40,125)	(51,635)	(57,958)	(64,255)
税后利润	106,836	135,031	156,411	176,889	196,931
少数股东权益	(80)	(187)	(43)	(43)	(43)
净利润	106,756	134,844	156,368	176,846	196,888
变动(%)	15	26	16	13	11

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
资产					
现金及等价物	40,396	48,201	53,021	58,323	64,156
银行间贷款	2,131,238	2,123,183	2,219,471	2,521,048	2,741,606
衍生产品交易投资	9,456	11,224	11,785	12,374	12,993
总客户预付款	4,819,773	5,669,128	6,427,579	7,154,056	7,890,014
减: 拨备	(126,826)	(143,102)	(165,420)	(192,908)	(233,245)
长期投资	2,578,799	2,904,997	3,504,874	3,934,762	4,440,060
联营公司权益	0	0	0	0	0
净固定资产	74,693	83,434	80,000	67,717	54,659
其他资产	95,826	113,252	114,390	126,407	198,350
总资产	9,623,355	10,810,317	12,245,699	13,681,779	15,168,593
负债及权益					
客户存款	8,001,323	9,075,369	10,289,527	11,452,501	12,630,654
银行存款及结余	812,911	756,512	866,408	992,457	1,137,049
其他借款	98,644	93,315	104,513	117,054	131,101
总借款	8,912,878	9,925,196	11,260,448	12,562,013	13,898,804
其他负债	151,457	184,216	190,770	219,462	251,677
总负债	9,064,335	10,109,412	11,451,218	12,781,475	14,150,481
普通股股本(面值)	233,689	250,011	250,011	250,011	250,011
准备金(包括股本溢价)	185,674	250,831	282,113	317,491	356,877
留存收益	136,112	195,950	258,201	328,603	406,982
总股东权益	555,475	696,792	790,325	896,105	1,013,870
少数股东权益	3,545	4,113	4,156	4,199	4,242
已运用资本	559,020	700,905	794,481	900,304	1,018,112
总负债及权益	9,623,355	10,810,317	12,245,699	13,681,779	15,168,593

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税前利润	138,725	175,156	208,045	234,847	261,187
非现金项目	32,655	39,323	41,267	55,151	70,798
其他变动	4,081	30,391	100	105	105
交易活动产生的现金	0	0	0	0	0
运营资本变动	274,330	139,167	473,550	277,300	324,933
经营产生的现金流	449,791	384,037	722,962	567,404	657,023
投资及融资回报	(1,972)	(3,298)	(4,933)	(5,636)	(6,436)
支付税金	(44,567)	(37,921)	(51,635)	(57,958)	(64,255)
总现金流	403,252	342,818	666,394	503,810	586,331
投资	(417,491)	(345,136)	(609,895)	(439,940)	(515,379)
自由现金流	(14,239)	(2,318)	56,499	63,870	70,952
收购	0	0	0	0	0
投资者可用现金	(14,239)	(2,318)	56,499	63,870	70,952
融资活动产生的净现金	20,322	10,123	(51,679)	(58,568)	(65,120)
现金增(减)	6,083	7,805	4,820	5,302	5,832

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
生息资产收益率	4.0	3.7	4.3	4.4	4.5
资金成本	1.6	1.3	1.8	1.9	2.0
利差	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
净息差	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7
其他收入总收入	20.7	22.3	22.6	23.2	24.2
成本收入比	33.0	31.6	31.6	32.4	32.3
有效税率	30.9	30.2	32.2	32.2	32.2
增长率					
贷款增长率	27.0	17.6	13.4	11.3	10.3
存款增长率	25.5	13.4	13.4	11.3	10.3
资产增长率	27.4	12.3	13.3	11.7	10.9
可持续增长率	33.01	35.87	22.74	29.58	28.54
流动性					
贷存比	60.2	62.5	62.5	62.5	62.5
贷款资金比	54.1	57.1	57.1	56.9	56.8
贷款资产比	50.1	52.4	52.5	52.3	52.0
核心负债/总负债	66.1	66.5	66.1	65.5	65.0
超额准备金率	3.4	2.1	1.5	1.5	1.5
资产质量					
不良贷款率	1.5	1.1	1.4	1.7	2.2
一般拨备比率	1.6	1.8	1.1	1.1	1.1
特殊拨备覆盖率	71.0	63.4	104.0	95.2	85.0
总拨备覆盖率	175.8	221.1	182.8	160.1	133.7
信用成本	(0.50)	(0.45)	(0.55)	(0.57)	(0.68)
需特别关注贷款比例	4.17	3.51	6.2	7.2	8.2
资本充足率					
权益资产比率	5.8	6.4	6.5	6.5	6.7
盈余资本	3.9	4.8	5.1	5.0	5.0
总资本充足率	11.9	12.8	13.1	13.0	13.0
一级资本充足率	9.2	10.4	11.0	10.9	10.8
回报率					
资产收益率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.4
净资产收益率	20.9	21.5	21.0	21.0	20.6
已运用资本收益率	20.8	21.4	20.9	20.9	20.5
结构性已运用资本收益率	28.4	30.1	30.0	29.4	28.7

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，与中国银行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