

2009 年 4 月 29 日

潍柴动力

步入复苏道路

A **买入 (↑持有)**
 000338.SZ – 人民币 31.00
 目标价格: 人民币 36.80 (↑20.70)

H **买入 (↑持有)**
 2338.HK – 港币 19.20
 目标价格: 港币 26.00 (↑15.60)

胡文洲, CFA

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

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(%)	72	(1)	20	n.a
相对新华富时	42	(0)	2	n.a
A50 指数(%)				

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)	833
流通股 (百万)	34
流通股市值 (人民币百万)	8,705
3 个月日均交易额 (人民币百万)	205
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
潍柴控股集团	15
培新控股	5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

潍柴动力 08 年 4 季度净亏损 8,600 万元左右, 主要是因为国内经济的急速下滑。但是我们认为政府的经济刺激方案已经从 09 年 2 月开始推动重卡行业需求回升。我们将潍柴动力 H 股和 A 股评级分别由持有上调至买入。

支撑评级的要点

- 中国会计准则下潍柴动力 09 年 1 季度净利润同比下滑 49% 至 3.61 亿元;
- 我们认为潍柴今年 2、3 月的发动机销售可能出现强劲的环比增长;
- 预计 09 年发动机销量增加 1% 左右至 30 万台。

评级面临的风险因素

- 刺激方案成效低于预期。

估值

- 目前潍柴 H 股和 A 股 09 年市盈率分别为 7.4 倍和 13.5 倍。我们认为估值不贵。鉴于市场信心有所恢复, 我们将 H 股目标价由 15.6 港币上调至 26 港币, 将 A 股目标价由 20.7 元人民币上调至 36.8 元, 分别对应 10 倍和 16 倍 09 年预测市盈率。

投资摘要 (A 股)

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	29,133	32,994	34,195	39,278	45,136
变动 (%)	313	13	4	15	15
净利润 (人民币 百万)	2,019	1,931	1,918	2,391	2,891
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.733	2.318	2.302	2.870	3.471
变动 (%)	94.7	(15.2)	(0.7)	24.7	20.9
核心每股收益 (人民币)	2.733	2.318	2.302	2.870	3.471
变动 (%)	94.7	(15.2)	(0.7)	24.7	20.9
全面摊薄市盈率	11.3	13.4	13.5	10.8	8.9
核心市盈率	11.3	13.4	13.5	10.8	8.9
每股现金流量 (人民币)	5.38	6.35	2.92	3.84	4.76
价格/每股现金流量 (倍)	5.8	4.9	10.6	8.1	6.5
净资产收益率 (%)	4.4	7.3	7.0	5.6	4.6
每股股息 (人民币)	0.440	0.130	0.129	0.161	0.195
股息率 (%)	1.4	0.4	0.4	0.5	0.6

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>, firstcall.com, Multex.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)



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(%)	32	7	25	(21)
相对恒生中国内地综合指数(%)	29	8	6	22

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)	833
流通股 (%)	24
流通股市值 (港币 百万)	3,886
3 个月日均交易额 (港币 百万)	27
净负债比率 (%)	净现金

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	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	28,786	32,567	33,856	38,889	44,689
变动 (%)	334	13	4	15	15
净利润 (人民币 百万)	2,015	1,929	1,916	2,388	2,891
全面摊薄每股收益 (人民币)	2.727	2.316	2.300	2.867	3.470
变动 (%)	104.8	(15.1)	(0.7)	24.7	21.0
核心每股收益 (人民币)	2.727	2.316	2.300	2.867	3.470
变动 (%)	104.8	(15.1)	(0.7)	24.7	21.0
全面摊薄市盈率	6.2	7.3	7.4	5.9	4.9
核心市盈率	6.2	7.3	7.4	5.9	4.9
每股现金流量 (人民币)	5.38	6.35	2.92	3.84	4.76
价格/每股现金流量 (倍)	3.1	2.7	5.8	4.4	3.6
净资产收益率 (%)	2.7	4.0	3.9	3.2	2.6
每股股息 (人民币)	0.440	0.130	0.129	0.161	0.195
股息率 (%)	2.6	0.8	0.8	1.0	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2008 年盈利同比下滑 4%。潍柴动力 08 年 4 季度录得净亏损 8,600 万元左右，主要是受国内经济急速下滑以及欧 III 排标的执行。因此 H 股 08 年净利润按国际会计准则同比下滑 4%至 19.29 亿元。按照中国会计准则，08 年净利润同比下降 4%至 19.31 亿元。与此同时，08 年毛利率由 07 年的 23.3%降至 19.9%，主要是因为产品降价和原材料成本上升。

2008 年汽车销售状况。我们认为 08 年 4 季度重卡和工程机械的需求出现了大幅萎缩。08 年公司重卡柴油发动机销量同比增加 30%至 197,351 台，工程机械柴油发动机同比增加 4%至 88,302 台。全年发动机总销量同比增加 21%至 295,717 台。另外，重卡销量同比增加 7%至 64,105 辆，变速箱同比增加 8%至 464,515 台。

09 年 1 季度盈利同比下滑 49%。中国会计准则下 09 年 1 季度潍柴净利润同比大幅下滑 49%至 3.61 亿元。但是我们认为政府的经济刺激方案已经从 09 年 2 月开始推动重卡行业需求回升。我们认为潍柴今年 2、3 月的发动机销售可能出现强劲的环比增长。预计 3 月份柴油发动机销量高达 3.5 万台左右，比 1 月份的 1 万台和 2 月份的 2 万台大幅增加。与此同时 09 年 1 季度毛利率也由 08 年 4 季度的 15.1%升至 19.3%。

09 年前景。展望未来，我们认为四万亿刺激方案将从 09 年 2 季度开始对重卡需求产生显著的积极效应。预计 09 年潍柴发动机销量同比增加 1%至大约 30 万台。

估值。目前潍柴 H 股和 A 股 09 年市盈率分别为 7.4 倍和 13.5 倍。我们认为估值不贵。鉴于市场信心有所恢复，我们将 H 股目标价由 15.6 港币上调至 26 港币，将 A 股目标价由 20.7 元人民币上调至 36.8 元，分别对应 10 倍和 16 倍 09 年预测市盈率。我们将潍柴动力 H 股和 A 股评级分别由持有上调至买入。

图表 1.08 年业绩摘要 (H 股)

百万人民币	2007	2008	同比变动%
销售收入	28,786	32,567	13
销售成本	(22,651)	(26,909)	19
毛利润	6,136	5,659	(8)
其他收入/费用, 净值	(73)	(158)	116
销售费用	(951)	(959)	1
管理费用	(1,507)	(1,497)	(1)
营业利润	3,604	3,045	(16)
净利息收入/(费用)	(227)	(249)	10
投资收益	(105)	(56)	(47)
税前利润	3,273	2,741	(16)
所得税	(480)	(329)	(31)
少数股东权益	(779)	(483)	(38)
净利润	2,015	1,929	(4)

盈利能力 (%)

毛利率	21.3	17.4
经营利润率	12.5	9.4
净利率	7.0	5.9

资料来源：公司数据

图表 2.09 年 1 季度业绩摘要 (A 股)

人民币 百万	08 年 1 季度	09 年 1 季度	同比变动%
销售收入	9083	6141	(32)
销售成本	(6906)	(4954)	(28)
毛利润	2177	1187	(45)
其他收入/费用, 净值	13	27	105
销售费用	(485)	(285)	(41)
管理费用	(462)	(407)	(12)
营业利润	1243	523	(58)
净利息收入/(费用)	(78)	(35)	(54)
投资收益	0	(3)	
税前利润	1166	485	(58)
所得税	(246)	(76)	(69)
少数股东权益	(209)	(47)	(78)
净利润	711	361	(49)

盈利能力 (%)

毛利率	24.0	19.3
经营利润率	13.7	8.5
净利率	7.8	5.9

资料来源：公司数据

损益表 — A 股 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	29,133	32,994	34,195	39,278	45,136
销售成本	(22,352)	(26,429)	(27,356)	(31,383)	(36,019)
经营费用	(2,557)	(2,781)	(2,838)	(2,995)	(3,258)
经营利润(息税前利润)	3,549	2,937	3,022	3,763	4,536
折旧及摊销	(675)	(846)	(979)	(1,137)	(1,323)
息税折旧前利润	4,224	3,783	4,001	4,900	5,860
净利息收入/(费用)	(236)	(286)	(132)	(126)	(121)
其他收益/(损失)	(36)	90	71	54	48
税前利润	3,278	2,741	2,961	3,691	4,464
所得税	(480)	(329)	(533)	(664)	(803)
少数股东权益	(779)	(480)	(511)	(636)	(770)
净利润	2,019	1,931	1,918	2,391	2,891
核心净利润	2,019	1,931	1,918	2,391	2,891
每股收益(人民币)	2.733	2.318	2.302	2.870	3.471
核心每股收益(人民币)	2.733	2.318	2.302	2.870	3.471
每股股息(人民币)	0.440	0.130	0.129	0.161	0.195
收入增长(%)	313	13	4	15	15
息税前利润增长(%)	294	(17)	3	25	21
息税折旧前利润增长(%)	262	(10)	6	22	20
每股收益增长(%)	95	(15)	(1)	25	21
核心每股收益增长(%)	95	(15)	(1)	25	21

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

资产负债表 — A 股(人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,820	3,352	3,395	4,184	5,678
应收帐款	6,105	6,930	6,916	7,547	8,239
库存	4,323	5,851	5,748	6,258	6,823
其他流动资产	2,230	3,812	4,202	4,813	5,510
流动资产总计	14,477	19,945	20,262	22,801	26,249
固定资产	6,061	7,136	7,895	8,462	8,809
无形资产	1,152	1,115	1,021	929	839
其他长期资产	1,271	1,609	1,720	1,832	1,942
长期资产总计	7,945	9,323	10,098	10,685	11,051
总资产	22,423	29,268	30,360	33,486	37,300
应付帐款	7,391	10,628	9,673	9,421	9,191
短期债务	1,541	1,308	1,282	1,256	1,231
其他流动负债	3,713	4,784	4,681	5,257	5,903
流动负债总计	12,644	16,720	15,636	15,935	16,325
长期借款	161	778	739	702	667
其他长期负债	209	444	442	441	440
股本	521	833	833	833	833
储备	5,861	7,165	8,919	11,199	13,954
股东权益	6,381	7,998	9,752	12,032	14,787
少数股东权益	3,026	3,329	3,791	4,376	5,082
总负债及权益	22,423	29,268	30,360	33,486	37,300
每股帐面价值(人民币)	12.26	9.60	11.71	14.44	17.75
每股有形资产(人民币)	10.04	8.26	10.48	13.33	16.74
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.52)	(1.65)	(2.67)	(4.54)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

现金流量表 — A 股 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	3,278	2,741	2,961	3,691	4,464
折旧及摊销	675	846	979	1,137	1,323
净利息费用	236	286	132	126	121
运营资本变动	284	1,780	(1,054)	(1,043)	(1,091)
税金	(567)	(329)	(533)	(664)	(803)
其他经营现金流	68	(32)	(52)	(51)	(49)
经营活动产生的现金流	3,974	5,292	2,433	3,196	3,965
购买固定资产净值	(1,949)	(1,678)	(1,645)	(1,612)	(1,579)
投资减少/增加	(50)	(253)	(15)	(15)	(15)
其他投资现金流	(396)	(1,656)	(377)	(433)	(498)
投资活动产生的现金流	(2,396)	(3,586)	(2,036)	(2,060)	(2,093)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,485)	384	(65)	(63)	(60)
支付股息	(103)	(307)	(157)	(159)	(198)
其他融资现金流	204	(249)	(132)	(126)	(121)
融资活动产生的现金流	(1,384)	(172)	(353)	(347)	(379)
现金变动	194	1,533	43	789	1,494
期初现金	1,626	1,820	3,352	3,395	4,184
公司自由现金流	1,605	1,754	412	1,153	1,891
权益自由现金流	(95)	1,840	199	947	1,692

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — A 股

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.5	11.5	11.7	12.5	13.0
息税前利润率	12.2	8.9	8.8	9.6	10.1
税前利润率	11.3	8.3	8.7	9.4	9.9
净利率	6.9	5.9	5.6	6.1	6.4
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6
利息覆盖率	13.0	8.8	20.4	26.3	32.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2
估值(倍)					
市盈率	11.3	13.4	13.5	10.8	8.9
核心业务市盈率	11.3	13.4	13.5	10.8	8.9
目标价对应核心业务市盈率	13.5	15.9	16.0	12.8	10.6
市净率	2.5	3.2	2.6	2.1	1.7
价格/现金流	5.8	4.9	10.6	8.1	6.5
企业价值/息税折旧前利润	4.4	7.3	7.0	5.6	4.6
周转率					
存货周转天数	59.7	70.3	77.4	69.8	66.3
应收帐款周转天数	65.1	72.1	73.9	67.2	63.8
应付帐款周转天数	80.0	99.7	108.3	88.7	75.3
回报率(%)					
股息支付率	11.3	5.6	5.6	5.6	5.6
净资产收益率	43.2	26.9	21.6	21.9	21.6
资产收益率	15.3	10.0	8.3	9.7	10.5
已运用资本收益率	35.1	24.3	21.0	22.3	22.7

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表 — H 股 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	28,786	32,567	33,856	38,889	44,689
销售成本	(22,651)	(26,909)	(27,830)	(31,889)	(36,601)
经营费用	(1,812)	(1,661)	(1,881)	(2,009)	(2,167)
经营利润(息税前利润)	3,677	3,203	3,215	3,900	4,640
折旧及摊销	(646)	(795)	(931)	(1,091)	(1,282)
息税折旧前利润	4,324	3,998	4,146	4,991	5,922
净利息收入/(费用)	(227)	(249)	(132)	(126)	(121)
其他收益/(损失)	(178)	(213)	(124)	(85)	(57)
税前利润	3,273	2,741	2,959	3,689	4,462
所得税	(480)	(329)	(533)	(664)	(803)
少数股东权益	(779)	(483)	(511)	(636)	(770)
净利润	2,015	1,929	1,916	2,388	2,891
核心净利润	2,015	1,929	1,916	2,388	2,891
每股收益(人民币)	2.727	2.316	2.300	2.867	3.470
核心每股收益(人民币)	2.727	2.316	2.300	2.867	3.470
每股股息(人民币)	0.440	0.130	0.129	0.161	0.195
收入增长(%)	334	13	4	15	15
息税前利润增长(%)	348	(13)	0	21	19
息税折旧前利润增长(%)	302	(8)	4	20	19
每股收益增长(%)	105	(15)	(1)	25	21
核心每股收益增长(%)	105	(15)	(1)	25	21

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

资产负债表 — H 股 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,820	3,352	3,395	4,184	5,678
应收帐款	5,910	6,930	6,916	7,547	8,239
库存	4,200	5,851	5,748	6,258	6,823
其他流动资产	1,996	4,053	4,442	5,053	5,750
流动资产总计	13,925	20,185	20,502	23,041	26,489
固定资产	7,022	7,280	8,028	8,583	8,914
无形资产	792	810	775	742	709
其他长期资产	1,056	2,213	2,274	2,341	2,409
长期资产总计	8,331	9,765	10,540	11,127	11,493
总资产	22,256	29,950	31,042	34,169	37,983
应付帐款	7,265	10,628	9,673	9,421	9,191
短期债务	1,541	1,308	1,282	1,256	1,231
其他流动负债	3,826	5,862	5,760	6,336	6,981
流动负债总计	12,631	17,799	16,715	17,014	17,404
长期借款	161	778	739	702	667
其他长期负债	65	47	46	44	43
股本	521	833	833	833	833
储备	5,863	7,165	8,919	11,199	13,954
股东权益	6,383	7,998	9,752	12,032	14,787
少数股东权益	3,015	3,329	3,791	4,376	5,082
总负债及权益	22,256	29,950	31,042	34,169	37,983
每股帐面价值(人民币)	12.26	9.60	11.71	14.44	17.75
每股有形资产(人民币)	10.74	8.63	10.78	13.55	16.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.52)	(1.65)	(2.67)	(4.54)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

现金流量表 — H 股 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	3,273	2,741	2,959	3,689	4,462
折旧与摊销	646	795	931	1,091	1,282
净利息费用	227	249	132	126	121
运营资本变动	284	1,780	(1,054)	(1,043)	(1,091)
税金	(567)	(329)	(533)	(664)	(803)
其他经营现金流	111	55	(2)	(3)	(4)
经营活动产生的现金流	3,974	5,291	2,433	3,196	3,967
购买固定资产净值	(1,949)	(1,678)	(1,645)	(1,612)	(1,579)
投资减少/增加	(50)	(253)	(15)	(15)	(15)
其他投资现金流	(396)	(1,656)	(377)	(433)	(498)
投资活动产生的现金流	(2,396)	(3,586)	(2,036)	(2,060)	(2,093)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(1,485)	384	(65)	(63)	(60)
支付股息	(103)	(307)	(157)	(159)	(198)
其他融资现金流	204	(249)	(132)	(126)	(121)
融资活动产生的现金流	(1,384)	(172)	(353)	(347)	(379)
现金变动	194	1,533	43	789	1,496
期初现金	1,626	1,820	3,352	3,395	4,184
公司自由现金流	1,605	1,753	412	1,153	1,893
权益自由现金流	(95)	1,840	199	947	1,694

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — H 股

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	15.0	12.3	12.2	12.8	13.3
息税前利润率	12.8	9.8	9.5	10.0	10.4
税前利润率	11.4	8.4	8.7	9.5	10.0
净利率	7.0	5.9	5.7	6.1	6.5
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.4	1.5
利息覆盖率	14.5	10.8	21.8	27.2	33.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	6.2	7.3	7.4	5.9	4.9
核心业务市盈率	6.2	7.3	7.4	5.9	4.9
目标价对应核心业务市盈率	8.4	9.9	10.0	8.0	6.6
市净率	1.4	1.8	1.4	1.2	1.0
价格/现金流	3.1	2.7	5.8	4.4	3.6
企业价值/息税折旧前利润	2.7	4.0	3.9	3.2	2.6
周转率					
存货周转天数	56.7	68.2	76.1	68.7	65.2
应收帐款周转天数	62.8	72.0	74.6	67.9	64.5
应付帐款周转天数	79.1	100.3	109.4	89.6	76.0
回报率(%)					
股息支付率	11.4	5.6	5.6	5.6	5.6
净资产收益率	43.0	26.8	21.6	21.9	21.6
资产收益率	16.0	10.8	8.6	9.8	10.5
已运用资本收益率	35.9	26.5	22.3	23.1	23.2

资料来源：公司数据，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准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 4 月 27 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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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