

2010年3月15日

长安汽车

上调盈利预测

A **买入**
 000625.SZ – 人民币 12.40
 目标价格: 港币 17.18 (↑14.54)

B **买入**
 200625.SZ – 港币 6.19
 目标价格: 港币 8.59 (↑6.46)

王玉笙

+8621 6860 4866 (8523)

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

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(%)	(12)	4	(15)	97
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(0)	5	(5)	58

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)	2,334
流通股 (%)	54
流通股市值 (人民币 百万)	15,759
3个月日均交易额 (人民币 百万)	223
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
中国南方工业汽车股份公司	46

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

长安汽车 1-2 月销量超越预期, 预计一季度将录得较好业绩。我们认为 2010 年长安汽车本部微车销量增长将超越行业平均, 盈利将有所提升, 自主品牌轿车大幅减亏, 本部减值准备亦大幅降低; 江铃控股将不再大幅计提减值, 盈利贡献转正; 长安福特马自达和长安铃木实现盈利稳定增长。我们上调对公司 2010-11 年每股收益预测至 0.95 与 1.19 元, 将 A、B 股目标价格上调至 17.18 元和 8.59 港币, 并维持对 A、B 股的买入评级。

支撑评级的要点

- 轿车和微车发展良好, 有望达到 2010 年销量目标。
- 预计 2010 年资产减值准备将大幅减少。
- 1 季度销量高, 业绩可能超预期。

评级面临的主要风险

- 钢材价格大幅上涨吞噬盈利。
- 微车和轿车销量低于预期。
- 减值准备力度超过预期。

估值

- 2010 年考虑到本部业绩大幅提升的可能性、合资企业的稳定增长、江铃控股盈利贡献的转正, 我们将 2010 年每股收益预测从 0.77 元上调至 0.95 元, 基于 2010 年 18 倍市盈率, 将 A 股目标价格从 14.54 元上调至 17.18 元, 将 B 股目标价格由 6.46 港币上调至 8.59 港币。维持对 A 股和 B 股的买入评级。

图表 1. 投资摘要 (A 股)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	13,375	25,204	36,041	46,342	50,977
变动 (%)	(3)	88	43	29	10
净利润 (人民币 百万)	24	1,078	2,227	2,775	3,138
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.010	0.462	0.954	1.189	1.344
变动 (%)	(96.3)	4,323.4	106.5	24.6	13.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.513	0.669	0.734	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.765	0.855	-
调整幅度 (%)	-	-	24.7	39.0	N/A
全面摊薄市盈率	1187.1	26.8	13.0	10.4	9.2
每股现金流量 (人民币)	0.21	1.25	1.82	2.01	1.56
价格/每股现金流量 (倍)	59.7	9.9	6.8	6.2	7.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	100.7	18.1	12.6	8.5	6.8
每股股息 (人民币)	0.000	0.018	0.092	0.191	0.238
股息率 (%)	0.0	0.1	0.7	1.5	1.9

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 (B 股)



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现 (B 股)

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(22)	(1)	(23)	104
相对深圳 B 股(%)	(20)	(6)	(20)	11

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据 (B 股)

发行股数 (百万)	2,334
流通股 (%)	54
流通股市值 (港币 百万)	7,867
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 (B 股)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	13,375	25,204	36,041	46,342	50,977
变动 (%)	(3)	88	43	29	10
净利润 (人民币 百万)	24	1,078	2,227	2,775	3,138
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.010	0.462	0.954	1.189	1.344
变动 (%)	(96.3)	4,323.4	106.5	24.6	13.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.590	0.880	1.020	-
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.765	0.855	-
调整幅度 (%)	-	-	24.7	39.0	N/A
全面摊薄市盈率 (倍)	521.4	11.8	5.7	4.6	4.1
每股现金流量 (人民币)	0.21	1.25	1.82	2.01	1.56
价格/每股现金流量 (倍)	26.2	4.4	3.0	2.7	3.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	43.4	6.9	4.0	1.7	0.6
每股股息 (人民币)	0.000	0.018	0.092	0.191	0.238
股息率 (%)	0.0	0.3	1.7	3.5	4.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

预计 1 季度同比大幅增长

长安汽车 2010 年前 2 月销量数据已接近 09 年表现最好的 2 季度和 4 季度的销量，我们认为 2010 年 1 季度销量将创下近年单季度销量新高。我们看到 09 年 2 季度和 4 季度经常性每股收益分别为 0.3 和 0.2 元（4 季度受到所得税影响），在预计 2010 年 1 季度销量超过该两个季度和 2010 年公司的减值准备较 09 年将有显著减少的前提下，我们预计 1 季度业绩将维持高水平，同比更是实现大幅增长。

图表 2. 长安汽车销量分季度列示

季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	2010 年 1-2 月
长安本部	88,362	105,536	99,648	111,149	134,612
河北长安	60,863	66,071	63,157	51,656	51,143
南京长安	32,868	40,032	28,009	35,293	39,568
长福马	57,075	83,363	85,938	89,763	70,067
长安铃木	33,168	36,865	36,766	43,270	35,256
江铃控股	25,412	30,604	30,196	34,024	26,793
合计	297,748	362,471	343,714	365,155	357,439
本部合计	182,093	211,639	190,814	198,098	225,323
减值后每股收益	0.01	0.22	0.13	0.10	
经常性每股收益	0.02	0.30	0.20	0.19	

资料来源：公司公告，中银国际研究

09 年业绩大幅改善靠微车

我们认为长安汽车 09 年盈利的大幅度改善主要由于微车放量带来的本部的扭亏为盈，本部的净利润从 08 年的 5.15 亿的亏损变为 09 年的 2.89 亿元的盈利。事实上，如果剔除本部减值准备 5.65 亿元、估算轿车亏损 6-7 亿元的影响，微车盈利达 15 亿元之多，测算单车盈利超过 2,000 元。

图表 3. 长安汽车净利润分板块列示

(人民币，百万)	2006	2007	2008	2009E
长安重庆	32	(92)	(281)	404
长安河北	48	14	12	7
长安南京	(181)	(224)	(246)	(122)
长安本部合计	(64)	(245)	(515)	289
江铃控股(50%)	(26)	98	10	(237)
长安铃木(51%)	219	123	28	83
长安福特马自达	1,307	1,917	1,183	1,692
长福马发动机	(307)	(299)	(111)	21
其它	(36)	11	6	24
投资收益	563	932	561	804
营业利润	499	687	46	1,093
少数股东损益	(46)	(33)	(6)	7
归属于母公司的净利润	519	667	24	1,078

资料来源：中银国际研究

根据长安汽车 2010 年本部的销量计划,自主品牌轿车和微车的销量目标分别为 20 万台和 100 万台(09 年相应的销量数据为 10.7 万台和 67.6 万台)。自主品牌轿车中,悦翔随着 2.5 厢的上市,未来有望成为年销 20 万台级别的产品,另外奔奔 MINI 也将在年内上市。预计 2010 年亏损额度将大幅减少。

微车方面,我们认为全国的销量仅三分之一来自农村,城乡结合部及县级市的销量占三分之二,微车的市场基数较大,预计 2010 年行业销量增长仍能达到 20%左右。另一方面,虽然一汽、东风、海马等多家企业都意在微车,我们认为 2010 年还难以撼动五菱、长安微车的市场地位。对于长安汽车而言,我们认为 09 年年底的订单实际有部分递延至 2010 年初,实际上 09 年销量应更高,基于对行业增长 20%左右的预期,和递延到 2010 年的订单,我们认为长安微车 2010 年达到销量目标的可能性是存在的。

如果本部 2010 年基本达到销量目标,轿车将实现大幅减亏;即使原材料成本变化,随着规模效应的增加,预计微车板块盈利还有望增加;另外,本部减值准备将有望大幅减少。我们认为以上 3 点都将促进 2010 年公司本部盈利的大幅提升。

其他

合资企业方面,我们预计长福马和铃木将实现盈利稳定增长,预计为 15%-20%。江铃控股方面,由于 09 年江铃控股本部计提了 4 亿元左右的减值准备,加上本部的亏损,基本已经抵消了江铃汽车的盈利贡献;2010 年,预计江铃控股减值准备计提力度减小,江铃控股对长安的盈利贡献转正。

估值

由于微车对原材料成本敏感,且对公司业绩影响较大,故实际上公司的业绩弹性很大,我们认为公司的成本控制能力将很大程度上决定业绩,如果考虑小幅的原材料成本上升,预计 2010 年业绩将容易达到 0.9 元及以上的水平,我们目前将 2010 年每股收益从 0.77 元上调至 0.95 元,维持对公司的**买入**评级。

损益表 — A 股(人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,375	25,204	36,041	46,342	50,977
销售成本	(11,691)	(20,699)	(29,554)	(38,001)	(41,852)
经营费用	(1,401)	(3,052)	(4,596)	(5,949)	(6,498)
息税折旧前利润	(466)	285	1,039	1,329	1,381
折旧及摊销	(749)	(1,168)	(852)	(1,063)	(1,246)
经营利润(息税前利润)	283	1,453	1,891	2,392	2,627
净利息收入/(费用)	(50)	4	87	166	247
其他收益/(损失)	549	800	1,160	1,355	1,583
税前利润	34	1,089	2,286	2,850	3,212
所得税	(16)	(3)	(34)	(45)	(49)
少数股东权益	6	(7)	(25)	(30)	(25)
净利润	24	1,078	2,227	2,775	3,138
核心净利润	30	1,082	2,222	2,769	3,132
每股收益(人民币)	0.010	0.462	0.954	1.189	1.344
核心每股收益(人民币)	0.013	0.464	0.952	1.187	1.342
每股股息(人民币)	0.000	0.018	0.092	0.191	0.238
收入增长(%)	(3)	88	43	29	10
息税前利润增长(%)	135	(161)	265	28	4
息税折旧前利润增长(%)	(10)	413	30	26	10
每股收益增长(%)	(96)	4,323	107	25	13
核心每股收益增长(%)	(96)	3,450	105	25	13

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,624	3,461	5,941	9,378	11,925
应收帐款	493	212	1,254	1,613	1,774
库存	1,662	2,504	4,749	6,121	6,747
其他流动资产	2,198	7,451	2,500	2,500	2,500
流动资产总计	5,978	13,628	14,445	19,613	22,947
固定资产	4,188	4,448	5,890	6,893	7,755
无形资产	578	1,617	1,939	2,245	2,533
其他长期资产	4,625	4,779	4,779	4,779	4,779
长期资产总计	9,390	10,844	12,608	13,916	15,067
总资产	15,368	24,471	27,054	33,529	38,013
应付帐款	5,551	12,484	14,398	18,514	20,391
短期债务	1,094	240	250	250	250
其他流动负债	938	1,851	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	7,583	14,575	15,648	19,764	21,641
长期借款	0	424	424	424	424
其他长期负债	76	577	50	50	50
股本	2,334	2,334	2,334	2,334	2,334
储备	5,263	6,466	8,478	10,808	13,390
股东权益	7,597	8,800	10,812	13,142	15,724
少数股东权益	112	94	119	149	174
总负债及权益	15,368	24,471	27,054	33,529	38,013
每股帐面价值(人民币)	3.25	3.77	4.63	5.63	6.74
每股有形资产(人民币)	3.01	3.08	3.80	4.67	5.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.20)	(2.26)	(3.73)	(4.82)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	34	1,089	2,286	2,850	3,212
折旧与摊销	749	1,168	852	1,063	1,246
净利息费用	50	(4)	(87)	(166)	(247)
运营资本变动	189	2,590	5,741	3,703	1,691
税金	(16)	(3)	(34)	(45)	(49)
其他经营现金流	(520)	(1,928)	(4,517)	(2,721)	(2,200)
经营活动产生的现金流	485	2,912	4,242	4,685	3,652
购买固定资产净值	(930)	(1,543)	(1,980)	(1,980)	(1,980)
投资减少/增加	141	536	866	1,012	1,183
其他投资现金流	7	474	0	0	0
投资活动产生的现金流	(782)	(533)	(1,114)	(968)	(797)
净增权益	10	1,591	0	0	0
净增债务	420	(2,022)	10	0	0
支付股息	0	(42)	(216)	(445)	(555)
其他融资现金流	20	(70)	(441)	166	247
融资活动产生的现金流	450	(543)	(647)	(279)	(308)
现金变动	152	1,836	2,481	3,437	2,547
期初现金	1,472	1,624	3,460	5,941	9,378
公司自由现金流	(297)	2,379	3,127	3,716	2,855
权益自由现金流	73	361	3,224	3,882	3,102

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	2.1	5.8	5.2	5.2	5.2
息税前利润率	(3.5)	1.1	2.9	2.9	2.7
税前利润率	0.3	4.3	6.3	6.2	6.3
净利率	0.2	4.3	6.2	6.0	6.2
流动性(倍)					
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率	(9.4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率	1187.1	26.8	13.0	10.4	9.2
核心市盈率	949.2	26.7	13.0	10.5	9.2
目标价格对应市盈率	1315.1	37.0	18.0	14.5	12.8
市净率	3.8	3.3	2.7	2.2	1.8
价格/现金流	59.7	9.9	6.8	6.2	7.9
企业价值/息税折旧前利润	100.7	18.1	12.6	8.5	6.8
周转率					
存货周转天数	54.0	36.7	44.8	52.2	56.1
应收帐款周转天数	18.3	5.1	7.4	11.3	12.1
应付帐款周转天数	145.2	130.6	136.1	129.6	139.3
回报率(%)					
股息支付率	0.0	3.9	9.7	16.1	17.7
净资产收益率	0.3	13.2	22.7	23.2	21.7
资产收益率	(1.7)	1.4	4.0	4.3	3.8
已运用资本收益率	(5.6)	3.1	9.8	10.4	9.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

损益表 — B 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	13,375	25,204	36,041	46,342	50,977
销售成本	(11,691)	(20,699)	(29,554)	(38,001)	(41,852)
经营费用	(1,401)	(3,052)	(4,596)	(5,949)	(6,498)
息税折旧前利润	(466)	285	1,039	1,329	1,381
折旧及摊销	(749)	(1,168)	(852)	(1,063)	(1,246)
经营利润(息税前利润)	283	1,453	1,891	2,392	2,627
净利息收入/(费用)	(50)	4	87	166	247
其他收益/(损失)	549	800	1,160	1,355	1,583
税前利润	34	1,089	2,286	2,850	3,212
所得税	(16)	(3)	(34)	(45)	(49)
少数股东权益	6	(7)	(25)	(30)	(25)
净利润	24	1,078	2,227	2,775	3,138
核心净利润	30	1,082	2,222	2,769	3,132
每股收益(人民币)	0.010	0.462	0.954	1.189	1.344
核心每股收益(人民币)	0.013	0.464	0.952	1.187	1.342
每股股息(人民币)	0.000	0.018	0.092	0.191	0.238
收入增长(%)	(3)	88	43	29	10
息税前利润增长(%)	135	(161)	265	28	4
息税折旧前利润增长(%)	(10)	413	30	26	10
每股收益增长(%)	(96)	4,323	107	25	13
核心每股收益增长(%)	(96)	3,450	105	25	13

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

现金流量表 — B 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	34	1,089	2,286	2,850	3,212
折旧与摊销	749	1,168	852	1,063	1,246
净利息费用	50	(4)	(87)	(166)	(247)
运营资本变动	189	2,590	5,741	3,703	1,691
税金	(16)	(3)	(34)	(45)	(49)
其他经营现金流	(520)	(1,928)	(4,517)	(2,721)	(2,200)
经营活动产生的现金流	485	2,912	4,242	4,685	3,652
购买固定资产净值	(930)	(1,543)	(1,980)	(1,980)	(1,980)
投资减少/增加	141	536	866	1,012	1,183
其他投资现金流	7	474	0	0	0
投资活动产生的现金流	(782)	(533)	(1,114)	(968)	(797)
净增权益	10	1,591	0	0	0
净增债务	420	(2,022)	10	0	0
支付股息	0	(42)	(216)	(445)	(555)
其他融资现金流	20	(70)	(441)	166	247
融资活动产生的现金流	450	(543)	(647)	(279)	(308)
现金变动	152	1,836	2,481	3,437	2,547
期初现金	1,472	1,624	3,460	5,941	9,378
公司自由现金流	(297)	2,379	3,127	3,716	2,855
权益自由现金流	73	361	3,224	3,882	3,102

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

资产负债表 — B 股 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,624	3,461	5,941	9,378	11,925
应收帐款	493	212	1,254	1,613	1,774
库存	1,662	2,504	4,749	6,121	6,747
其他流动资产	2,198	7,451	2,500	2,500	2,500
流动资产总计	5,978	13,628	14,445	19,613	22,947
固定资产	4,188	4,448	5,890	6,893	7,755
无形资产	578	1,617	1,939	2,245	2,533
其他长期资产	4,625	4,779	4,779	4,779	4,779
长期资产总计	9,390	10,844	12,608	13,916	15,067
总资产	15,368	24,471	27,054	33,529	38,013
应付帐款	5,551	12,484	14,398	18,514	20,391
短期债务	1,094	240	250	250	250
其他流动负债	938	1,851	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	7,583	14,575	15,648	19,764	21,641
长期借款	0	424	424	424	424
其他长期负债	76	577	50	50	50
股本	2,334	2,334	2,334	2,334	2,334
储备	5,263	6,466	8,478	10,808	13,390
股东权益	7,597	8,800	10,812	13,142	15,724
少数股东权益	112	94	119	149	174
总负债及权益	15,368	24,471	27,054	33,529	38,013
每股帐面价值(人民币)	3.25	3.77	4.63	5.63	6.74
每股有形资产(人民币)	3.01	3.08	3.80	4.67	5.65
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.20)	(2.26)	(3.73)	(4.82)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

主要比率 — B 股

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	2.1	5.8	5.2	5.2	5.2
息税前利润率	(3.5)	1.1	2.9	2.9	2.7
税前利润率	0.3	4.3	6.3	6.2	6.3
净利率	0.2	4.3	6.2	6.0	6.2
流动性 (倍)					
流动比率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率	(9.4)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	0.6	0.8	0.6	0.7	0.7
估值 (倍)					
市盈率	521.4	11.8	5.7	4.6	4.1
核心市盈率	416.9	11.7	5.7	4.6	4.1
目标价格对应市盈率	578.6	16.3	7.9	6.4	5.6
市净率	1.7	1.4	1.2	1.0	0.8
价格/现金流	26.2	4.4	3.0	2.7	3.5
企业价值/息税折旧前利润	43.4	6.9	4.0	1.7	0.6
周转率					
存货周转天数	54.0	36.7	44.8	52.2	56.1
应收帐款周转天数	18.3	5.1	7.4	11.3	12.1
应付帐款周转天数	145.2	130.6	136.1	129.6	139.3
回报率 (%)					
股息支付率	0.0	3.9	9.7	16.1	17.7
净资产收益率	0.3	13.2	22.7	23.2	21.7
资产收益率	(1.7)	1.4	4.0	4.3	3.8
已运用资本收益率	(5.6)	3.1	9.8	10.4	9.0

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；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 2010 年 3 月 11 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阁下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。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 2010 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