

2010 年 5 月 17 日

深高速

2010 年成本上升

2010 年 1 季度，深高速的收入和盈利得益于宏观经济景气度的提升和汽车保有量的持续增长而实现了大幅提高。总收入同比增长 93% 至 5.06 亿人民币，其中通行费收入同比增长 96% 至 4.84 亿人民币。总成本同比大幅上涨 94.7% 至 2.25 亿人民币，净利润同比增长 39% 至 1.69 亿人民币。1 季度净资产收益率从上年同期的 1.7% 提高至 2.02%。

支撑评级的要点

- 我们认为从 2 季度开始，收入和盈利增长可能会放缓；
- 我们预计未来两年清连高速的车流量将继续保持快速增长；
- 2010 年财务成本可能会达到顶峰；
- 2011-12 年托管服务的主要收入将确认。

评级面临的主要风险

- 宏观经济的变动可能会对车流量造成影响；
- 清连高速的表现低于预期。

估值

- 我们对深高速 A 股和 H 股均维持原有的 2010-12 年盈利预测，分别为 0.293 元、0.348 元和 0.412 元人民币及 0.289 元、0.337 元和 0.400 元人民币。我们对 A 股和 H 股均维持原有的目标价格和 **持有** 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)	1,063	1,442	2,069	2,360	2,662
变动 (%)	(4)	36	44	14	13
净利润 (人民币 百万)	503	540	641	760	899
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.231	0.248	0.294	0.348	0.412
变动 (%)	(17.0)	7.4	18.7	18.5	18.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.268	0.303	0.344	0.390
核心每股收益 (人民币)	0.228	0.248	0.293	0.348	0.412
变动 (%)	(16.5)	8.5	18.4	18.5	18.3
全面摊薄市盈率 (倍)	27.4	25.6	21.5	18.2	15.4
核心市盈率 (倍)	27.7	25.6	21.6	18.2	15.4
每股现金流量 (人民币)	0.43	0.36	0.80	0.92	0.96
价格/每股现金流量 (倍)	14.6	17.7	7.9	6.9	6.6
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	26.7	23.2	14.1	12.4	10.6
每股股息 (人民币)	0.120	0.120	0.147	0.174	0.206
股息率 (%)	1.9	1.9	2.3	2.8	3.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

A	持有
600548.SS - 人民币	5.32
目标价格: 人民币	5.66
H	持有
0548.HK - 港币	3.75
目标价格: 港币	4.30

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210030001

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)	(16)	(15)	(7)
相对新华富时 A50 指数 (%)	12	(1)	(2)	(5)

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)	2,181
流通股 (%)	10
流通股市值 (人民币 百万)	1,160
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	53
净负债比率 (%)	120
主要股东 (%)	
新通产实业开发有限公司	30
深圳深广惠公路开发总公司	19

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

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(%)	(2)	(6)	(9)	16
相对恒生中国企业指数 (%)	8	4	(9)	(7)

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)	2,181
流通股 (%)	34
流通股市值 (人民币 百万)	2,781
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	12
净负债比率 (%)	119

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	4,242	2,475	979.57	370.38	372.71
变动 (%)	10	(42)	(29.76)	13.12	0.07
净利润 (人民币 百万)	312	894	630	736	875
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.143	0.410	0.294	0.346	0.365
变动 (%)	(49.1)	186.2	(29.4)	16.7	18.9
市场预期每股收益 (人民币)	-	0.263	0.304	0.353	0.390
核心每股收益 (人民币)	0.212	0.235	0.289	0.337	0.400
变动 (%)	(24.3)	10.6	22.9	16.7	18.9
全面摊薄市盈率(倍)	28.9	10.1	14.3	12.3	10.3
核心市盈率(倍)	19.5	17.7	14.4	12.3	10.4
每股现金流量 (人民币)	0.43	0.36	0.80	0.91	0.96
价格/每股现金流量 (倍)	9.6	11.6	5.2	4.5	4.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	20.2	19.1	11.3	9.9	8.4
每股股息 (人民币)	0.120	0.120	0.147	0.174	0.000
股息率 (%)	2.9	2.9	3.5	4.2	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

1 季度盈利增长

得益于宏观经济景气提升及汽车保有量持续增长，2010 年 1 季度深高速的收入和盈利均实现了较快增长。其中总收入同比增长 93%至 5.06 亿人民币，通行费收入同比增长 96%至 4.84 亿人民币。总成本同比增长 94.7%至 2.25 亿人民币，净利润同比增长 39%至 1.69 亿人民币。1 季度净资产收益率从去年同期的 1.7%上升至 2.02%。剔除清连高速、机荷东段和公路养护责任拨备，期内计重道路的通行费收入同比增长 25.2%。

由于去年上半年比较基数相对较高，且正常情况下将在下半年入账各项维护费用，因此我们预计从 2 季度开始公司的收入和盈利增长将逐步放缓。

图表 2.路费收入

道路资产	日均通行费收入(千 人民币)		同比变动
	09 年 1 季度	10 年 1 季度	
梅观高速	728	847	16.35
机荷西段	1,159	1347	16.22
机荷东段	868	1,042	20.05
盐排高速	310	373	20.32
盐坝高速(A/B)	168	209	24.40
南光高速	210	389	85.24
水官高速	884	1,090	23.30
水官延长线	164	216	31.71
阳茂高速	695	798	14.82
广梧项目	310	291	(6.13)
江中项目	695	798	14.82
广州西二环	366	556	51.91
清连高速	457	1,175	157.11
武黄高速	1,046	1,237	18.26
长沙环路	65	73	12.31
南京三桥	673	827	22.88

资料来源：公司数据

清连高速表现可期

清连高速主体部分自 2009 年 7 月 1 日起按高速公路标准收费，并自 2009 年 11 月 1 日起对货运车辆试行计重收费，通行费收入一直保持较快增长。今年 2 月，连州至凤埠段的路面重修已经完成，目前已恢复通车。预计整体的重修工作将在 2011 年初完工，届时清连高速的收费里程将延长 27 公里。

我们预计清连高速的车流量将保持快速增长，因为目前还是断头路的湖南、广东省连接线宜连高速预计将很快完工，预计今年末有望完工通车，届时湖南省的车流量也会流入到清连高速。而且，2011 年京珠高速将开始通车，也将有利于拉动清连高速的车流量。我们预计 2012 年以后，清连高速的通行费收入将达到深高速总收入的一半。

2010 年财务成本达到最高

今年 1 季度，财务成本从上年同期的 6,700 万人民币大幅上升至 1.32 亿人民币，同比增长 97%。这主要是因为，在清连高速开通后，相关的贷款利率不再资本化，导致成本大幅上升。预计今年总财务成本将超 5 亿人民币，达到历史最高。展望未来，在公司一系列降低整体贷款成本的努力下，例如调整贷款结构、发行中期票据、逐步降低资本性开支，预计将推动财务成本逐步降低。

财务策略

截至 2009 年末，公司的负债资产比率和净贷款权益比率分别为 60%和 108.9%，相比 2008 年末的 57.6%和 96.8%有所提高。今年，公司计划推出数项措施来降低负债率，包括：1)向集团公司借取低成本资金，来偿还清连项目部分高成本的银行贷款；2)适当提高外币贷款的比例；3)发行中期票据；4)锁定外币负债的汇率和利率。

资本性开支将逐步降低

2009 年，公司对清连项目、南光高速、盐坝 C 段共投资了 24.3 亿人民币。随着上述项目逐步完工，我们预计未来三年资本性开支将逐步降低，分别为 22 亿人民币、8.13 亿人民币和 2.75 亿人民币。我们预计今年水官高速、梅观高速的扩建工程将开工。这两个项目预计分别投资 4 亿人民币和 7 亿人民币。

托管业务最新动态

每年，深高速可以从龙大高速获得 1,500 万人民币利润。此外，公司目前正在建设南坪二期和沿海高速(深圳段)。这两个项目的投资预算分别为 41 亿人民币和 88 亿人民币。公司可以赚取 1.5% 的建设预算，同时在节省的预算中也可获得分成。我们预计总盈利将达到 2 亿人民币左右，其中一大部分将在 2011、12 年确认，每年公司的净利润将增厚 10%。

估值

我们认为，2010 年将是公司最艰难的一年，预计 2011-12 年公司将恢复快速增长。我们对深高速 A 股和 H 股均维持原有的 2010-12 年盈利预测，分别为 0.293 元、0.348 元和 0.412 元人民币及 0.289 元、0.337 元和 0.400 元人民币。我们对 A 股和 H 股均维持原有的目标价格和**持有**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	1,063	1,442	2,069	2,360	2,662
销售成本	(445)	(707)	(827)	(967)	(1,088)
经营费用	113	212	396	450	445
经营利润(息税前利润)	527	620	1,057	1,178	1,305
折旧及摊销	(204)	(328)	(581)	(665)	(714)
息税折旧前利润	731	948	1,638	1,843	2,019
净利息收入/(费用)	(248)	(382)	(537)	(515)	(466)
其他收益/(损失)	282	333	245	259	274
税前利润	561	570	765	923	1,113
所得税	(66)	(45)	(104)	(133)	(177)
少数股东权益	9	15	(19)	(30)	(38)
净利润	503	540	641	760	899
核心净利润	498	540	640	758	897
每股收益(人民币)	0.231	0.248	0.294	0.348	0.412
核心每股收益(人民币)	0.228	0.248	0.293	0.348	0.412
每股股息(人民币)	0.120	0.120	0.147	0.174	0.206
收入增长(%)	(4)	36	44	14	13
息税前利润增长(%)	(18)	18	71	11	11
息税折旧前利润增长(%)	(12)	30	73	12	10
每股收益增长(%)	(17)	7	19	19	18
核心每股收益增长(%)	(17)	8	18	19	18

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	543	479	447	422	673
应收帐款	317	211	303	345	389
库存	3	3	4	5	5
其他流动资产	146	499	499	501	502
流动资产总计	1,009	1,192	1,254	1,273	1,569
固定资产	964	1,129	2,959	3,306	2,803
无形资产	13,735	17,618	17,606	17,595	17,584
其他长期资产	2,497	2,270	2,491	2,733	3,000
长期资产总计	17,196	21,017	23,056	23,634	23,387
总资产	18,205	22,209	24,310	24,907	24,955
应付帐款	1,001	1,138	1,335	1,560	1,755
短期债务	1,119	1,793	1,893	1,693	1,493
其他流动负债	794	521	626	728	824
流动负债总计	2,913	3,451	3,853	3,981	4,072
长期借款	6,904	8,333	9,633	9,633	9,033
其他长期负债	680	1,558	1,558	1,558	1,558
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
储备	4,824	5,997	6,376	6,815	7,335
股东权益	7,005	8,177	8,557	8,996	9,516
少数股东权益	704	689	708	738	776
总负债及权益	18,206	22,209	24,310	24,907	24,955
每股帐面价值(人民币)	3.21	3.75	3.92	4.13	4.36
每股有形资产(人民币)	(3.09)	(4.33)	(4.15)	(3.94)	(3.70)
每股净负债/(现金)(人民币)	3.43	4.42	5.08	5.00	4.52

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	561	570	765	923	1,113
折旧与摊销	204	328	581	665	714
净利息费用	248	382	537	515	466
运营资本变动	239	(245)	204	284	248
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(306)	(256)	(348)	(391)	(449)
经营活动产生的现金流	946	780	1,739	1,996	2,093
购买固定资产净值	(2,697)	(1,029)	(2,400)	(1,000)	(200)
投资减少/增加	(37)	(1,068)	0	0	0
其他投资现金流	357	247	23	15	5
投资活动产生的现金流	(2,378)	(1,850)	(2,377)	(985)	(195)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,332	2,045	1,400	(200)	(800)
支付股息	(349)	(262)	(262)	(321)	(380)
其他融资现金流	(483)	(768)	(532)	(516)	(468)
融资活动产生的现金流	1,499	1,016	606	(1,036)	(1,647)
现金变动	67	(54)	(32)	(25)	250
期初现金	467	536	479	447	422
公司自由现金流	(1,251)	(961)	(542)	1,099	1,980
权益自由现金流	651	593	225	296	632

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	68.8	65.7	79.2	78.1	75.8
息税前利润率	49.6	43.0	51.1	49.9	49.0
税前利润率	52.7	39.5	37.0	39.1	41.8
净利率	47.3	37.5	31.0	32.2	33.8
流动性(倍)					
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
利息覆盖率	1.2	1.2	1.6	1.9	2.3
净权益负债率(%)	97.1	108.8	119.6	112.0	95.7
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
估值(倍)					
市盈率	27.4	25.6	21.5	18.2	15.4
核心业务市盈率	27.7	25.6	21.6	18.2	15.4
目标价对应核心业务市盈率	22.3	20.6	17.4	14.7	12.4
市净率	2.0	1.7	1.6	1.5	1.5
价格/现金流	14.6	17.7	7.9	6.9	6.6
企业价值/息税折旧前利润	26.7	23.2	14.1	12.4	10.6
周转率					
存货周转天数	2.5	1.7	1.6	1.6	1.7
应收帐款周转天数	89.9	66.8	45.3	50.1	50.3
应付帐款周转天数	230.2	270.7	218.1	223.9	227.2
回报率(%)					
股息支付率	52.0	48.4	50.0	50.0	50.0
净资产收益率	7.3	7.1	7.7	8.7	9.7
资产收益率	2.8	2.8	3.9	4.1	4.4
已运用资本收益率	5.0	4.3	5.9	6.1	6.7

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	4,242	2,475	2,760	3,586	3,888
销售成本	(3,624)	(1,788)	(1,519)	(2,208)	(2,329)
经营费用	113	212	396	450	445
经营利润(息税前利润)	527	572	1,057	1,163	1,290
折旧及摊销	(204)	(328)	(581)	(665)	(714)
息税折旧前利润	731	900	1,638	1,827	2,004
净利息收入/(费用)	(248)	(382)	(537)	(515)	(466)
其他收益/(损失)	91	734	233	247	260
税前利润	370	923	752	894	1,084
所得税	(66)	(45)	(103)	(129)	(172)
少数股东权益	9	15	(19)	(30)	(38)
净利润	312	894	630	736	875
核心净利润	463	512	629	734	873
每股收益(人民币)	0.143	0.410	0.289	0.337	0.401
核心每股收益(人民币)	0.212	0.235	0.289	0.337	0.400
每股股息(人民币)	0.120	0.120	0.147	0.174	0.000
收入增长(%)	10	(42)	12	30	8
息税前利润增长(%)	(21)	9	85	10	11
息税折旧前利润增长(%)	(15)	23	82	12	10
每股收益增长(%)	(49)	186	(29)	17	19
核心每股收益增长(%)	(24)	11	23	17	19

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	543	479	434	394	631
应收帐款	324	219	314	359	405
库存	3	3	4	5	5
其他流动资产	141	537	537	537	537
流动资产总计	1,010	1,238	1,289	1,295	1,577
固定资产	965	1,129	2,959	3,306	2,803
无形资产	13,777	17,663	17,606	17,595	17,584
其他长期资产	2,512	2,269	2,486	2,726	2,989
长期资产总计	17,254	21,062	23,052	23,626	23,376
总资产	18,264	22,300	24,341	24,921	24,953
应付帐款	1,736	1,566	1,833	2,142	2,410
短期债务	1,119	1,793	1,893	1,693	1,493
其他流动负债	59	93	124	150	181
流动负债总计	2,913	3,451	3,850	3,985	4,084
长期借款	6,904	8,333	9,633	9,633	9,033
其他长期负债	694	1,559	1,559	1,559	1,559
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
储备	4,867	6,039	6,408	6,823	7,319
股东权益	7,047	8,220	8,589	9,004	9,499
少数股东权益	705	690	709	739	777
总负债及权益	18,264	22,254	24,341	24,921	24,953
每股帐面价值(人民币)	3.23	3.77	3.94	4.13	4.36
每股有形资产(人民币)	(3.09)	(4.33)	(4.13)	(3.94)	(3.71)
每股净负债/(现金)(人民币)	3.43	4.42	5.09	5.01	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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	370	923	752	894	1,084
折旧与摊销	204	328	581	665	714
净利息费用	248	382	537	515	466
运营资本变动	239	(245)	203	290	252
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(115)	(609)	(334)	(374)	(430)
经营活动产生的现金流	946	780	1,740	1,990	2,086
购买固定资产净值	(2,697)	(1,029)	(2,400)	(1,000)	(200)
投资减少/增加	(37)	(1,068)	0	0	0
其他投资现金流	357	247	13	6	(5)
投资活动产生的现金流	(2,378)	(1,850)	(2,387)	(994)	(205)
净增权益	0	1	0	0	0
净增债务	2,332	2,045	1,400	(200)	(800)
支付股息	(349)	(262)	(262)	(321)	(380)
其他融资现金流	(483)	(768)	(537)	(515)	(465)
融资活动产生的现金流	1,499	1,016	601	(1,035)	(1,645)
现金变动	67	(54)	(45)	(39)	236
期初现金	467	536	479	434	394
公司自由现金流	(1,251)	(961)	(550)	1,084	1,963
权益自由现金流	651	593	216	281	615

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	17.2	36.3	59.3	51.0	51.5
息税前利润率	12.4	23.1	38.3	32.4	33.2
税前利润率	8.7	37.3	27.3	24.9	27.9
净利率	7.4	36.1	22.8	20.5	22.5
流动性(倍)					
流动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
利息覆盖率	1.2	1.1	1.6	1.9	2.3
净权益负债率(%)	96.6	108.3	119.3	112.2	96.3
速动比率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4
估值(倍)					
市盈率	28.9	10.1	14.3	12.3	10.3
核心业务市盈率	19.5	17.7	14.4	12.3	10.4
目标价对应核心业务市盈率	16.4	14.8	12.1	10.3	8.7
市净率	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0
价格/现金流	9.6	11.6	5.2	4.5	4.3
企业价值/息税折旧前利润	20.2	19.1	11.3	9.9	8.4
周转率					
存货周转天数	0.3	0.7	0.9	0.7	0.8
应收帐款周转天数	23.6	40.0	35.3	34.3	35.8
应付帐款周转天数	107.1	243.4	224.7	202.3	213.7
回报率(%)					
股息支付率	83.8	29.3	50.8	51.6	0.0
净资产收益率	4.5	11.7	7.5	8.4	9.5
资产收益率	2.6	2.7	3.9	4.0	4.4
已运用资本收益率	4.9	4.0	5.9	6.0	6.6

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 9 月 3 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，豁免披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 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