

2010年8月23日

**买入**
**A**

000961.SZ - 人民币 10.61

目标价格: 人民币 14.38(▼16.38)

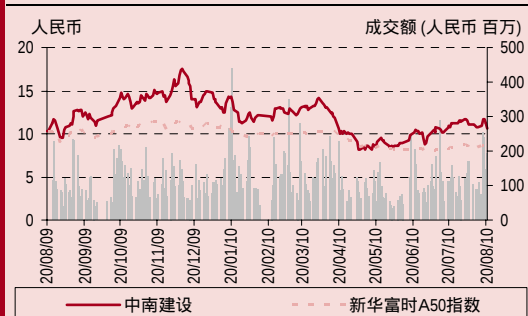
田世欣\*

(8621) 6860 4866 分机 8519

shixin.tian@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206110230

### 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(%)      | (29) | (3) | 25  | 4    |
| 相对新华富时     |      |     |     |      |
| A50 指数 (%) | (5)  | (6) | 22  | 20   |

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)          | 1,168 |
| 流通股 (%)            | 27    |
| 流通股市值 (人民币 百万)     | 3,351 |
| 3个月日均交易额 (人民币 百万)  | 109   |
| 10末净负债比率 (%)       | 54    |
| 10年末每股重估净资产值 (人民币) | 15.97 |
| 主要股东 (%)           |       |
| 中南房地产业有限公司         | 72.5  |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*程冬为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

# 中南建设

## 上半年销售不佳, 下调盈利预测

中南建设中报显示, 公司上半年实现营业收入 39.81 亿元, 同比增长 81.52%, 净利润同比增长 14.65% 至 3.39 亿元, 每股收益 0.29 元。上半年房地产业务销售不佳, 完成比例不足全年计划额的 25%, 由此我们下调了 2010-11 年业绩预测, 并将目标价从除权后的目标价 16.38 元下调至 14.38 元, 重申买入投资评级。

### 支撑评级的要点

- 上半年, 公司新增开发类土地储备 310 万平方米并获取海门新城一级开发项目, 截至目前, 公司开发类项目的土地储备已经达到 956 万平方米, 足够未来 5 年以上的开发所用。
- 上半年, 房地产业务结算收入 16.02 亿元, 同比增长 59.69%, 房地产业务毛利率为 35.00%, 比上年同期下降 3.3 个百分点; 建筑工程总承包实现营业收入 23.67 亿元, 比上年同期增长 101.21%, 毛利率同比下滑 1.3 个百分点至 16.16%。
- 报告期内, 公司实现销售金额 17.33 亿元, 仅完成年初公司计划 70 亿元的 24.76%。随着下半年新盘推出及可售资源增加, 全年完成计划额的 80% 约 55-60 亿元。
- 本期末, 公司短期负债约 18 亿元, 手持货币资金 27.79 亿元, 短期偿债压力较小; 资产负债率为 77.7%, 较一季度末略微上升 0.3 个百分点, 较高的资产负债率因本期末 53.74 亿元的预售账款所致。

### 评级面临的风险因素

- 下半年销售旺季能否完成预期销售率; 新调控政策的出台。

### 估值

- 公司上半年销售表现较差, 我们下调了 2010-11 年部分项目的结算进度, 将 2010 年盈利预测下调 12% 至 0.78 元, 并下调 2011 年盈利预测 2% 至 1.07 元, 但鉴于公司丰富且廉价的土地储备, 未来业绩释放空间较大, 我们重申买入评级, 目标价格从除权后的 16.38 元下调至 14.38 元, 相当于 18.4 倍 2010 年市盈率和 2010 年末 NAV10% 的折让。

### 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)    | 3,479 | 5,684   | 8,502  | 10,674 | 12,182 |
| 变动 (%)           | -     | 63      | 50     | 26     | 14     |
| 净利润 (人民币 百万)     | 31    | 560     | 910    | 1,248  | 1,515  |
| 全面摊薄每股收益 (人民币)   | 0.026 | 0.479   | 0.779  | 1.068  | 1.297  |
| 变动 (%)           | -     | 1,711.0 | 62.5   | 37.1   | 21.4   |
| 原先预测摊薄每股收益 (人民币) | -     | -       | 0.889  | 1.087  | 1.325  |
| 调整幅度 (%)         | -     | -       | (12)   | (2)    | (2)    |
| 市盈率 (倍)          | 449.6 | 24.1    | 13.7   | 10.0   | 8.2    |
| 每股现金流量 (人民币)     | 0.98  | 0.26    | (1.41) | (0.51) | 0.45   |
| 价格/每股现金流量 (倍)    | 10.8  | 41.3    | (7.5)  | (20.7) | 23.4   |
| 企业价值/息税折旧前利润 (倍) | 15.6  | 11.0    | 10.8   | 8.2    | 6.8    |
| 每股股息 (人民币)       | 0.000 | 0.000   | 0.062  | 0.085  | 0.104  |
| 股息率 (%)          | 0.0   | 0.0     | 0.6    | 0.8    | 1.0    |

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 &lt;GO&gt;, 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

## 2010 年上半年净利润同比增长 14.65%

报告期内，公司各项业务取得平稳快速发展。公司上半年实现营业收入 39.81 亿元，同比增长 81.52%；归属于母公司所有者的净利润同比增长 14.65%至 3.39 亿元，合每股收益 0.29 元。

分业务来看：上半年，房地产业务结算面积 26.40 万平方米，结算收入 16.02 亿元，同比分别增长 42.21%和 59.69%，房地产业务毛利率为 35.00%，比上年同期下降 3.3 个百分点；建筑工程总承包实现营业收入 23.67 亿元，比上年同期增长 101.21%，毛利率也同比下滑 1.3 个百分点至 16.16%。

房地产业务毛利率下滑主要由于上半年结算资源多为去年价格尚未大幅上涨时销售的项目，全年来看，随着价格上涨后的项目进入结算，毛利率预计达到 40%以上。

## 老盘销售陷入被动，上半年完成计划比例低

报告期内，公司实现销售面积 21.26 万平方米，销售金额 17.33 亿元，同比分别下降了 33.92%和 0.45%，销售面积完成年初公司计划 120 万平米的 17.72%，销售额完成年初公司计划 70 亿元的 24.76%。销售完成比例较低的主要原因包括：一季度市场火爆时可售资源较少；二季度公司推出的项目均为海门中南世纪城、南通中南世纪花城、常熟中南世纪城等老楼盘，价格调整空间受限，不能根据市场变化及时调整销售策略导致销售表现一般。下半年，随着公司可售资源的增加，尤其盐城中南世纪城、青岛中南世纪城等新项目的推出，公司可以更加灵活地调整销售策略以加快销售回款，我们预计全年完成 70 亿元销售计划的压力较大，但全年完成计划额的 80%约 55 - 60 亿元还是可以期待的。

2010 年房地产计划新开工面积 110 万平方米，上半年公司减缓了新开工节奏，公司目前尚未调整全年新开工量，下半年将加快项目的开发进度。

6 月末预收帐款 53.74 亿元，锁定了 2010 年房地产业务预测收入的 100%以及 2010 年预测收入的 29%，预售锁定良好。按照全年房地产业务完成 55 亿元的销售额计算，2010 年末能锁定 11 年业绩预测的 85%。

## 现金流显现压力，土地储备丰富

2010年上半年公司每股经营性净现金流为-0.75元，显示公司上半年20亿的新增拿地和今年上半年同比增加的开工建设已经开始对现金流形成一定压力。

上半年来，在国家对房地产行业信贷紧缩的背景下，公司积极探索与信托公司开展多种方式的创新合作，与中铁信托、建设银行青岛市分行签订了合作协议，获得信托资金5亿元，减缓了信贷紧缩环境下的融资压力。7月份，一切和银信合作的有关业务紧急叫停使得靠银信合作融资的大门关闭，公司需要探索公司债券、合作开发等新的融资渠道。本期末，公司短期负债约18亿元，手持货币资金27.79亿元，短期偿债压力较小；资产负债率为77.7%，较一季度末略微上升0.3个百分点，较高的资产负债率因本期末53.74亿元的预售账款所致；净负债率为60.1%，较一季度末下降5.8个百分点。

上半年，公司积极寻求增加土地储备，充分依靠打包拿地优势，成功获取了盐城中南世纪城项目和海门南部新城一级开发项目，其中盐城中南世纪城项目为公司获得的大盘开发项目，总建面达到了260万平米，楼面价仅为798元/平米，项目毛利率达到了40%以上，下个月将开盘预售，预计将从明年开始不断地为公司释放业绩。截至目前，公司开发类项目的土地储备已经达到956万平方米，足够未来5年以上的开发所用。随着下半年土地供应增多，土地市场可能出现调整，公司将继续适度补充项目资源，在经济基础相对较好的二三线城市积极寻找新项目。

## 调整盈利预测及目标价

由于公司上半年销售表现不佳，全年销售预计能完成年初计划70亿元的80%左右，我们延缓了2010-11年部分项目的结算进度，将2010年盈利预测下调12%至0.78元，并下调2011年盈利预测2%至1.07元，10年末每股NAV为15.97元，鉴于公司丰富且廉价的土地储备，未来业绩释放空间较大，我们重申买入评级，目标价格从转增股本后的16.38元下调至14.38元，相当于18.4倍2010年市盈率和2010年末NAV10%的折让。

图表 2.中南建设 2010 年半年报业绩摘要

| (人民币, 百万) | 2009 年上半年 | 2010 年上半年 | 同比增长(%) |
|-----------|-----------|-----------|---------|
| 销售收入      | 2,193.24  | 3,981.15  | 82      |
| 销售成本      | 1,468.94  | 3,036.77  | 107     |
| 销售税金      | 124.22    | 206.74    | 66      |
| 毛利        | 600.08    | 737.64    | 23      |
| 其他业务收入    | (6.12)    | (7.37)    | 20      |
| 销售费用      | 35.99     | 30.07     | (16)    |
| 管理费用      | 103.39    | 162.18    | 57      |
| 经营利润      | 454.58    | 538.02    | 18      |
| 投资收益      | 1.71      | 1.76      | 3       |
| 财务成本      | 34.31     | 54.30     | 58      |
| 其他        | (1.82)    | (0.94)    | (48)    |
| 税前利润      | 420.16    | 484.54    | 15      |
| 税金        | 115.40    | 134.51    | 17      |
| 少数股东权益    | 9.28      | 11.26     | 21      |
| 净利        | 295.47    | 338.77    | 15      |
| 盈利能力(%)   |           |           |         |
| 毛利率       | 27.36     | 18.53     |         |
| 经营利润率     | 20.73     | 13.51     |         |
| 净利率       | 13.47     | 8.51      |         |

资料来源：公司数据，中银国际研究

### 损益表 (人民币 百万)

| 年结日：12月31日   | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 3,479   | 5,684   | 8,502   | 10,674  | 12,182  |
| 销售成本         | (3,267) | (4,551) | (6,695) | (8,272) | (9,395) |
| 经营费用         | 44      | (245)   | (395)   | (522)   | (552)   |
| 息税折旧前利润      | 256     | 887     | 1,412   | 1,879   | 2,236   |
| 折旧及摊销        | (138)   | (86)    | (47)    | (33)    | (33)    |
| 经营利润 (息税前利润) | 118     | 801     | 1,365   | 1,846   | 2,203   |
| 净利息收入/(费用)   | (92)    | (61)    | (128)   | (136)   | (137)   |
| 其他收益/(损失)    | 11      | 66      | 5       | 5       | 5       |
| 税前利润         | 37      | 806     | 1,243   | 1,715   | 2,071   |
| 所得税          | (6)     | (239)   | (311)   | (429)   | (518)   |
| 少数股东权益       | 0       | (7)     | (22)    | (39)    | (39)    |
| 净利润          | 31      | 560     | 910     | 1,248   | 1,515   |
| 核心净利润        | 28      | 514     | 906     | 1,244   | 1,511   |
| 每股收益(人民币)    | 0.026   | 0.479   | 0.779   | 1.068   | 1.297   |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.024   | 0.440   | 0.776   | 1.065   | 1.293   |
| 每股股息(人民币)    | 0.000   | 0.000   | 0.062   | 0.085   | 0.104   |
| 收入增长(%)      | n.a.    | 63      | 50      | 26      | 14      |
| 息税前利润增长(%)   | n.a.    | 581     | 70      | 35      | 19      |
| 息税折旧前利润增长(%) | n.a.    | 246     | 59      | 33      | 19      |
| 每股收益增长(%)    | n.a.    | 1,711   | 63      | 37      | 21      |
| 核心每股收益增长(%)  | n.a.    | 1,763   | 76      | 37      | 21      |

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 | 2008  | 2009  | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 税前利润       | 37    | 806   | 1,243   | 1,715   | 2,071   |
| 折旧与摊销      | 138   | 86    | 47      | 33      | 33      |
| 净利息费用      | 92    | 61    | 128     | 136     | 137     |
| 运营资本变动     | 171   | (622) | (2,476) | (2,050) | (1,189) |
| 税金         | (6)   | (239) | (311)   | (429)   | (518)   |
| 其他经营现金流    | (137) | 46    | (5)     | (5)     | (5)     |
| 经营活动产生的现金流 | 296   | 139   | (1,374) | (599)   | 529     |
| 购买固定资产净值   | (21)  | (115) | 8       | 8       | 9       |
| 投资减少/增加    | 0     | 3     | 0       | 0       | 0       |
| 其他投资现金流    | 0     | 341   | 1,126   | 391     | (136)   |
| 投资活动产生的现金流 | (21)  | 229   | 1,135   | 399     | (126)   |
| 净增权益       | 0     | 2     | 0       | 0       | 0       |
| 净增债务       | (270) | 1,265 | 1,079   | 17      | 239     |
| 支付股息       | (102) | (197) | (73)    | (100)   | (121)   |
| 其他融资现金流    | 133   | 102   | 563     | 195     | (68)    |
| 融资活动产生的现金流 | (239) | 1,172 | 1,570   | 113     | 50      |
| 现金变动       | 36    | 1,539 | 1,330   | (88)    | 452     |
| 期初现金       | 385   | 421   | 1,960   | 3,290   | 3,202   |
| 公司自由现金流    | 275   | 368   | (240)   | (200)   | 402     |
| 权益自由现金流    | 5     | 1,632 | 839     | (183)   | 641     |

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       | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物         | 421   | 1,960  | 3,290  | 3,202  | 3,655  |
| 应收帐款             | 295   | 4,563  | 5,101  | 6,404  | 7,309  |
| 库存               | 746   | 8,628  | 11,903 | 13,876 | 15,836 |
| 其他流动资产           | 160   | 524    | 697    | 848    | 803    |
| 流动资产总计           | 1,622 | 15,675 | 20,991 | 24,330 | 27,604 |
| 固定资产             | 1,955 | 869    | 871    | 201    | 168    |
| 无形资产             | 3     | 9      | 11     | 11     | 10     |
| 其他长期资产           | 16    | 588    | 644    | 769    | 735    |
| 长期资产总计           | 1,975 | 1,466  | 1,526  | 981    | 914    |
| 总资产              | 3,597 | 17,141 | 22,516 | 25,311 | 28,518 |
| 应付帐款             | 1,068 | 3,714  | 5,225  | 5,299  | 6,026  |
| 短期债务             | 1,229 | 1,423  | 2,502  | 2,519  | 2,759  |
| 其他流动负债           | 112   | 5,957  | 5,952  | 7,471  | 8,284  |
| 流动负债总计           | 2,409 | 11,094 | 13,679 | 15,290 | 17,068 |
| 长期借款             | 0     | 2,055  | 3,599  | 3,599  | 3,599  |
| 其他长期负债           | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 股本               | 301   | 779    | 1,168  | 1,168  | 1,168  |
| 储备               | 887   | 3,096  | 3,933  | 5,081  | 6,474  |
| 股东权益             | 1,187 | 3,874  | 5,101  | 6,249  | 7,642  |
| 少数股东权益           | 0     | 117    | 138    | 174    | 209    |
| 总负债及权益           | 3,597 | 17,141 | 22,517 | 25,311 | 28,518 |
| 每股帐面价值(人民币)      | 3.95  | 4.98   | 4.37   | 5.35   | 6.54   |
| 每股有形资产(人民币)      | 3.94  | 4.97   | 4.36   | 5.34   | 6.53   |
| 每股净负债/(现金) (人民币) | 2.69  | 1.95   | 2.41   | 2.50   | 2.31   |

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   | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E  | 2012E |
|--------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 盈利能力(%)      |       |       |       |        |       |
| 息税折旧前利润率     | 7.4   | 15.6  | 16.6  | 17.6   | 18.4  |
| 息税前利润率       | 3.4   | 14.1  | 16.1  | 17.3   | 18.1  |
| 税前利润率        | 1.1   | 14.2  | 14.6  | 16.1   | 17.0  |
| 净利率(%)       | 0.9   | 9.8   | 10.7  | 11.7   | 12.4  |
| 流动性(倍)       |       |       |       |        |       |
| 流动比率         | 0.7   | 1.4   | 1.5   | 1.6    | 1.6   |
| 利息覆盖倍数       | 1.2   | 10.6  | 10.1  | 12.8   | 15.1  |
| 净权益负债率(%)    | 68.1  | 38.0  | 53.7  | 45.4   | 34.4  |
| 速动比率         | 0.4   | 0.6   | 0.7   | 0.7    | 0.7   |
| 估值(倍)        |       |       |       |        |       |
| 市盈率          | 400.8 | 22.1  | 13.6  | 9.9    | 8.2   |
| 核心业务市盈率      | 449.6 | 24.1  | 13.7  | 10.0   | 8.2   |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 609.2 | 32.7  | 18.5  | 13.5   | 11.1  |
| 市净率          | 2.7   | 2.1   | 2.4   | 2.0    | 1.6   |
| 价格/现金流       | 10.8  | 41.3  | (7.5) | (20.7) | 23.4  |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 15.6  | 11.0  | 10.8  | 8.2    | 6.8   |
| 周转率          |       |       |       |        |       |
| 存货周转天数       | 83.3  | 375.9 | 559.7 | 568.7  | 577.2 |
| 应收帐款周转天数     | 30.9  | 156.0 | 207.5 | 196.7  | 205.4 |
| 应付帐款周转天数     | 112.0 | 153.5 | 191.9 | 179.9  | 169.7 |
| 回报率(%)       |       |       |       |        |       |
| 股息支付率        | 0.0   | 0.0   | 8.0   | 8.0    | 8.0   |
| 净资产收益率       | 2.6   | 22.1  | 20.3  | 22.0   | 21.8  |
| 资产收益率        | 2.8   | 5.4   | 5.2   | 5.8    | 6.1   |
| 已运用资本收益率     | 5.0   | 16.5  | 14.6  | 15.5   | 16.5  |

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 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一个别情况。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