

2010年8月30日

长安汽车

半年报点评

A 买入
 000625.SZ – 人民币 10.46
 目标价格: 人民币 12.35

B 买入
 200625.SZ – 港币 6.29
 目标价格: 港币 7.20

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 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(%)	(25)	4	1	3
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(1)	5	3	18

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)	2,326
流通股 (%)	54
流通股市值 (人民币 百万)	13,207
3个月日均交易额 (人民币 百万)	189
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

长安汽车上半年每股收益 0.59 元, 符合预期。受 2 季度微车销量下滑影响, 上半年本部销量虽较去年大幅增长, 但盈利基本持平; 合资企业方面贡献投资收益大幅增长。由于 7 月销量同比呈现下滑, 保守预计剩余月份各板块销量与去年基本持平, 全年销量实现 22% 左右的增长。我们认为今年在本部减值准备显著降低的情况下, 盈利仍有大幅增长, 维持 2010 年 1.00 元的每股收益预测和买入评级。

支撑评级的要点

- 上半年本部业务销售收入同比增长 44.6% 至 166.27 亿元, 毛利率下降 0.5 个百分点。营业利润虽同比增长 150.3%, 但剔除去年同期资产减值因素, 本部营业利润基本与上年持平。合资企业方面销量同比增长 49.3%, 投资收益同比大幅增长 194.7%。
- 2 季度盈利环比呈现下滑。投资收益部分下滑了 14.3%, 本部盈利从 1 季度的 3.06 亿元下滑至 0.65 亿元。盈利的下滑主要由于 2 季度本部销量的萎缩, 毛利率的下降以及管理费用的上升。
- 由于 7 月份各板块销量合计同比下滑 7.4%, 我们目前预计剩余月份各板块销量基本与去年持平, 销量合计同比增长 22.4%。4 个季度销量比为 36 : 24 : 19 : 21。

估值

- 我们认为 2010 年在本部减值准备显著减小的情况下, 全年业绩仍将有明显提升。我们维持全年每股收益 1.00 元的盈利预测, 由于公司股价较低, 仍维持买入评级。

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	31,554	37,865	45,438
变动 (%)	(3)	88	25	20	20
净利润 (人民币 百万)	24	1,078	2,344	2,753	3,391
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.010	0.464	1.008	1.184	1.458
变动 (%)	(96.3)	4,323.4	117.3	17.5	23.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.856	0.925	1.156
全面摊薄市盈率	997.8	22.6	10.4	8.8	7.2
每股现金流量 (人民币)	0.21	1.25	1.23	1.35	1.65
价格/每股现金流量 (倍)	50.2	8.4	8.5	7.8	6.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	84.4	14.9	16.7	12.0	7.5
每股股息 (人民币)	0.018	0.093	0.202	0.237	0.292
股息率 (%)	0.2	0.9	1.9	2.3	2.8

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(%)	(20)	14	23	44
相对深圳 B 股(%)	(28)	8	2	10

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)	2,326
流通股 (%)	54
流通股市值 (港币 百万)	7,942
3 个月日均交易额 (港币 百万)	33
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	31,554	37,865	45,438
变动 (%)	(3)	88	25	20	20
净利润 (人民币 百万)	24	1,078	2,344	2,753	3,391
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.010	0.464	1.008	1.184	1.458
变动 (%)	(96.3)	4,323.4	117.3	17.5	23.1
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.855	0.985	1.170
全面摊薄市盈率 (倍)	524.4	11.9	5.5	4.6	3.8
每股现金流量 (人民币)	0.21	1.25	1.23	1.35	1.65
价格/每股现金流量 (倍)	26.4	4.4	4.5	4.1	3.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	43.7	6.9	7.0	4.1	1.4
每股股息 (人民币)	0.018	0.093	0.202	0.237	0.292
股息率 (%)	0.3	1.7	3.7	4.3	5.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

业绩符合预期

长安汽车半年报符合预期，每股收益 0.59 元，上半年公司合并报表层面（微车及自主品牌轿车）销量总体增长 46.4%，销售收入同比增长 44.6%至 166.27 亿元。毛利率小幅下降 0.5 个百分点至 19.5%。营业利润（微车及自主品牌轿车）同比增长 150.3%，但若剔除去年同期的资产减值准备 2.18 亿元，上半年合并报表层面营业利润基本与去年同期持平。合资企业方面（长福马、铃木和江铃控股）销量同比增长 49.3%，由于去年长福马 1 季度基本未能盈利，基数较低，故合营和联营企业的投资收益同比大幅增长 194.7%。

本部业绩下滑较快

由于 2 季度公司各车型销量环比不同程度下滑，公司 1 季度每股收益 0.34 元，2 季度 0.25 元，盈利环比呈现下滑。投资收益部分下滑了 14.3%，但我们看到本部盈利从 1 季度的 3.06 亿元，下滑至 0.65 亿元，主要由于 2 季度本部（微车及自主品牌轿车）销量的萎缩，导致销售收入下降，以及毛利率从 1 季度的 19.9%下降了近 1 个百分点，与此同时，管理费用环比上升了 19.8%，导致 2 季度净利润环比下滑 26.8%至 5.77 亿元。

图表 2. 2010 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年 上半年	2010 年 上半年	同比变 动(%)	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	环比变 动(%)
营业收入	11,501	16,627	44.6	9,164	7,463	(18.6)
营业成本及税金	9,430	13,746	45.8	7,572	6,174	(18.5)
毛利	2,071	2,882	39.2	1,593	1,289	(19.1)
销售费用	1,146	1,811	58.1	973	838	(13.9)
管理费用	551	717	30.1	326	391	19.8
财务费用	7	(1)	-	(13)	13	-
资产减值损失	218	(17)	-	0	(17)	-
营业利润	148	371	150.3	306	65	(78.8)
投资收益	338	1,003	197.2	540	463	(14.3)
营业外收支	(1)	(3)	143.3	(4)	1	-
利润总额	485	1,372	183.0	843	529	(37.3)
所得税	(39)	23	-	52	(29)	-
少数股东损益	1	(18)	-	2	(19)	-
净利润	523	1,367	161.3	789	577	(26.8)
主要比率 (%)						
毛利率	20.0	19.5		19.9	19.0	
经营利润率	1.3	2.2		3.3	0.9	
净利率	4.5	8.2		8.6	7.7	

资料来源：公司资料

销量情况

长安汽车 7 月销量情况不理想，随着销售旺季的到来，我们认为长福马和长安铃木的销量还有望回升，全年实现 20% 左右的增长，实现销量目标（长福马 38-40 万台，长安铃木 18 万台）。而从本部自主品牌车型的销量情况来看，则无法完成年初激进的销量目标，如果剩余月份销量与去年持平，本部实现销售 95.5 万台左右。

图表 3. 长安汽车销量（辆）

	2009 年 上半年	2010 年 上半年	同比变动 (%)	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	环比变动 (%)
长安本部	193,898	306,419	58.0	199,107	107,312	(46.1)
河北长安	126,934	150,644	18.7	83,926	66,718	(20.5)
南京长安	72,900	119,543	64.0	64,954	54,589	(16.0)
长福马	140,438	200,020	42.4	106,834	93,186	(12.8)
长安铃木	70,033	102,249	46.0	53,069	49,180	(7.3)
江铃控股	56,016	95,624	70.7	45,106	50,518	12.0
合计	660,219	974,499	47.6	552,996	421,503	(23.8)
本部合计	393,732	576,606	46.4	347,987	228,619	(34.3)

资料来源：公司数据，中银国际研究

估值情况

由于公司 7 月份各板块销量同比均出现不同幅度的下滑，合计同比下滑 7.4%，我们目前预计剩余月份各板块销量基本与去年持平，销量合计同比增长 22.4%。4 个季度销量比为 36 : 24 : 19 : 21。我们认为 2010 年在本部减值准备显著减小的情况下，全年业绩仍将有明显提升。我们维持全年每股收益 1.00 元的盈利预测，由于公司股价较低，仍维持买入评级。

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	31,554	37,865	45,438
销售成本	(11,691)	(20,699)	(26,206)	(31,428)	(37,563)
经营费用	(1,401)	(3,052)	(4,149)	(4,974)	(5,985)
息税折旧前利润	(466)	285	371	444	672
折旧及摊销	(749)	(1,168)	(829)	(1,019)	(1,217)
经营利润(息税前利润)	283	1,453	1,199	1,463	1,889
净利息收入/(费用)	(50)	4	76	132	212
其他收益/(损失)	549	800	1,936	2,226	2,558
税前利润	34	1,089	2,382	2,801	3,442
所得税	(16)	(3)	(14)	(17)	(27)
少数股东权益	6	(7)	(25)	(30)	(25)
净利润	24	1,078	2,344	2,753	3,391
核心净利润	30	1,082	2,338	2,747	3,385
每股收益(人民币)	0.010	0.464	1.008	1.184	1.458
核心每股收益(人民币)	0.013	0.465	1.005	1.181	1.455
每股股息(人民币)	0.018	0.093	0.202	0.237	0.292
收入增长(%)	(3)	88	25	20	20
息税前利润增长(%)	135	(161)	30	20	52
息税折旧前利润增长(%)	(10)	413	(17)	22	29
每股收益增长(%)	(96)	4,323	117	17	23
核心每股收益增长(%)	(96)	3,450	116	18	23

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	5,129	7,613	11,056
应收帐款	493	212	1,098	1,318	1,581
库存	1,662	2,504	4,207	5,055	6,052
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	12,935	16,486	21,189
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	25,543	30,403	36,256
应付帐款	5,551	12,484	12,771	15,316	18,305
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	14,021	16,566	19,555
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	8,594	10,879	13,719
股东权益	7,597	8,800	10,928	13,213	16,053
少数股东权益	112	94	119	149	174
总负债及权益	15,368	24,471	25,543	30,403	36,256
每股帐面价值(人民币)	3.27	3.78	4.70	5.68	6.90
每股有形资产(人民币)	3.02	3.09	3.87	4.72	5.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.20)	(1.92)	(2.98)	(4.46)

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	2,382	2,801	3,442
折旧与摊销	749	1,168	829	1,019	1,217
净利息费用	50	(4)	(76)	(132)	(212)
运营资本变动	189	2,590	4,293	2,292	2,685
税金	(16)	(3)	(14)	(17)	(27)
其他经营现金流	(520)	(1,928)	(4,556)	(2,827)	(3,258)
经营活动产生的现金流	485	2,912	2,859	3,136	3,848
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	1,448	1,665	1,914
其他投资现金流	7	474	0	0	0
投资活动产生的现金流	(782)	(533)	(533)	(315)	(66)
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)	(469)	(551)
其他融资现金流	20	(70)	(452)	132	212
融资活动产生的现金流	450	(543)	(658)	(337)	(339)
现金变动	152	1,836	1,669	2,484	3,443
期初现金	1,472	1,624	3,460	5,129	7,613
公司自由现金流	(297)	2,379	2,326	2,821	3,782
权益自由现金流	73	361	2,412	2,952	3,994

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	3.8	3.9	4.2
息税前利润率	(3.5)	1.1	1.2	1.2	1.5
税前利润率	0.3	4.3	7.6	7.4	7.6
净利率	0.2	4.3	7.4	7.3	7.5
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	0.8
估值(倍)					
市盈率	997.8	22.6	10.4	8.8	7.2
核心市盈率	797.8	22.5	10.4	8.9	7.2
目标价格对应市盈率	915.3	25.8	11.9	10.2	8.2
市净率	3.2	2.8	2.2	1.8	1.5
价格/现金流	50.2	8.4	8.5	7.8	6.3
企业价值/息税折旧前利润	84.4	14.9	16.7	12.0	7.5
周转率					
存货周转天数	54.0	36.7	46.7	53.8	54.0
应收帐款周转天数	18.3	5.1	7.6	11.6	11.6
应付帐款周转天数	145.2	130.6	146.1	135.4	135.0
回报率(%)					
股息支付率	172.3	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	0.3	13.2	23.8	22.8	23.2
资产收益率	(1.7)	1.4	1.5	1.6	2.0
已运用资本收益率	(5.6)	3.1	3.5	3.4	4.3

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	31,554	37,865	45,438
销售成本	(11,691)	(20,699)	(26,206)	(31,428)	(37,563)
经营费用	(1,401)	(3,052)	(4,149)	(4,974)	(5,985)
息税折旧前利润	(466)	285	371	444	672
折旧及摊销	(749)	(1,168)	(829)	(1,019)	(1,217)
经营利润(息税前利润)	283	1,453	1,199	1,463	1,889
净利息收入/(费用)	(50)	4	76	132	212
其他收益/(损失)	549	800	1,936	2,226	2,558
税前利润	34	1,089	2,382	2,801	3,442
所得税	(16)	(3)	(14)	(17)	(27)
少数股东权益	6	(7)	(25)	(30)	(25)
净利润	24	1,078	2,344	2,753	3,391
核心净利润	30	1,082	2,338	2,747	3,385
每股收益(人民币)	0.010	0.464	1.008	1.184	1.458
核心每股收益(人民币)	0.013	0.465	1.005	1.181	1.455
每股股息(人民币)	0.018	0.093	0.202	0.237	0.292
收入增长(%)	(3)	88	25	20	20
息税前利润增长(%)	135	(161)	30	20	52
息税折旧前利润增长(%)	(10)	413	(17)	22	29
每股收益增长(%)	(96)	4,323	117	17	23
核心每股收益增长(%)	(96)	3,450	116	18	23

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	5,129	7,613	11,056
应收帐款	493	212	1,098	1,318	1,581
库存	1,662	2,504	4,207	5,055	6,052
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	12,935	16,486	21,189
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	25,543	30,403	36,256
应付帐款	5,551	12,484	12,771	15,316	18,305
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	14,021	16,566	19,555
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	8,594	10,879	13,719
股东权益	7,597	8,800	10,928	13,213	16,053
少数股东权益	112	94	119	149	174
总负债及权益	15,368	24,471	25,543	30,403	36,256
每股帐面价值(人民币)	3.27	3.78	4.70	5.68	6.90
每股有形资产(人民币)	3.02	3.09	3.87	4.72	5.81
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.23)	(1.20)	(1.92)	(2.98)	(4.46)

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	2,382	2,801	3,442
折旧与摊销	749	1,168	829	1,019	1,217
净利息费用	50	(4)	(76)	(132)	(212)
运营资本变动	189	2,590	4,293	2,292	2,685
税金	(16)	(3)	(14)	(17)	(27)
其他经营现金流	(520)	(1,928)	(4,556)	(2,827)	(3,258)
经营活动产生的现金流	485	2,912	2,859	3,136	3,848
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	1,448	1,665	1,914
其他投资现金流	7	474	0	0	0
投资活动产生的现金流	(782)	(533)	(533)	(315)	(66)
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)	(469)	(551)
其他融资现金流	20	(70)	(452)	132	212
融资活动产生的现金流	450	(543)	(658)	(337)	(339)
现金变动	152	1,836	1,669	2,484	3,443
期初现金	1,472	1,624	3,460	5,129	7,613
公司自由现金流	(297)	2,379	2,326	2,821	3,782
权益自由现金流	73	361	2,412	2,952	3,994

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	3.8	3.9	4.2
息税前利润率	(3.5)	1.1	1.2	1.2	1.5
税前利润率	0.3	4.3	7.6	7.4	7.6
净利率	0.2	4.3	7.4	7.3	7.5
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	0.8
估值 (倍)					
市盈率	524.4	11.9	5.5	4.6	3.8
核心市盈率	419.3	11.8	5.5	4.7	3.8
目标价格对应市盈率	479.9	13.5	6.3	5.3	4.3
市净率	1.7	1.5	1.2	1.0	0.8
价格/现金流	26.4	4.4	4.5	4.1	3.3
企业价值/息税折旧前利润	43.7	6.9	7.0	4.1	1.4
周转率					
存货周转天数	54.0	36.7	46.7	53.8	54.0
应收帐款周转天数	18.3	5.1	7.6	11.6	11.6
应付帐款周转天数	145.2	130.6	146.1	135.4	135.0
回报率 (%)					
股息支付率	172.3	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	0.3	13.2	23.8	22.8	23.2
资产收益率	(1.7)	1.4	1.5	1.6	2.0
已运用资本收益率	(5.6)	3.1	3.5	3.4	4.3

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 8 月 26 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