

2010年8月18日

# 大东方

## 上半年承受较大的费用压力

2011上半年公司营业总收入为34.37亿元，同比上升13.5%，其中零售业务主营收入12.70亿元，同比增长21.33%。实现净利润1.32亿元，增长9.3%。扣非后归属于母公司所有者的每股收益0.226元。我们下调目标价格至14.00元，维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 受制于汽车业务放缓以及上半年新开项目众多，公司承受较大的费用压力。下半年随着新项目逐步走上正轨，业务增长将回升以及费用压力会有效缓解；
- 但公司优秀的管理能力和清晰的战略方向，使得公司能够有效推进既有业务。明后年业绩可能超预期。

### 评级面临的主要风险

- 新门店效果低于预期；
- 公司东方汽车和东方电器业务波动大于预期。

### 估值

- 我们暂时维持2011-13年盈利预测，即公司每股收益（均不考虑非经常性损益）0.507、0.621和0.742元。但是我们认为明后年公司业绩可能好于我们的预测。我们将公司的目标价由15.00元下调至14.00元/股。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可，我们维持公司**买入**的评级。

### 图表1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	5,522	6,304	7,354	8,522	9,834
变动(%)	31	14	17	16	15
净利润(人民币百万)	186	224	264	324	387
全面摊薄每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.507	0.621	0.742
变动(%)	71.2	21.3	17.7	22.5	19.5
市场预期每股收益(人民币)		0.478	0.600	0.696	0.040
核心每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.507	0.621	0.742
变动(%)	71.2	21.3	17.7	22.5	19.5
全面摊薄市盈率(倍)	25.5	21.1	17.9	14.6	12.2
核心市盈率(倍)	25.5	21.1	17.9	14.6	12.2
每股现金流量(人民币)	0.89	0.85	0.97	1.08	1.26
价格/每股现金流量(倍)	10.2	10.7	9.3	8.4	7.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	7.0	9.2	7.7	6.1	4.6
每股股息(人民币)	0.108	0.084	0.039	0.086	0.101
股息率(%)	1.2	0.9	0.4	0.9	1.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**买入**  
 600327.SS - 人民币 9.07  
 目标价格：人民币 14.00(▼15.00)

**刘都**

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(24)	(13)	(14)	(21)
相对新华富时A50指数(%)	(17)	(5)	(5)	(13)

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	522
流通股(%)	53
流通股市值(人民币百万)	2,509
3个月日均交易额(人民币百万)	24
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
无锡商业大厦集团有限公司	47

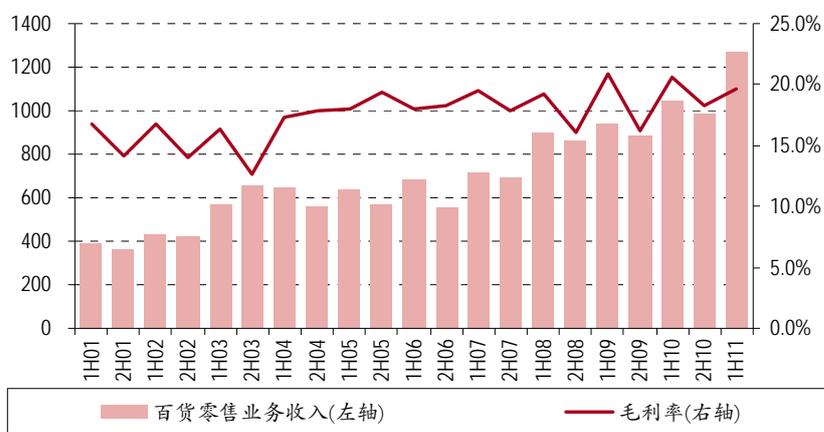
资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司  
 具备证券投资咨询业务资格

## 品牌效益逐步显现

公司通过近几年调整改造，已基本实现由传统百货向时尚精品百货转型，2011年上半年公司在夯实无锡商业大厦基础上加快了百货连锁步伐，作为“大东方百货”旗下首家连锁店和锡城首家儿童主题百货的“大东方伊酷童”于6月份正式营业，其消费核心对象为0-18岁的孩子，以主题百货的形象面对消费者。而5月份江阴家电旗舰店的开张代表着家电经营正式走出无锡。上半年公司百货零售实现主营收入12.70亿元，较同比增长21.33%。零售业务毛利率较去年同期下降1个百分点至19.6%。

图表 2. 2001 年上半年-2011 年上半年百货零售业务收入和毛利率



资料来源：公司数据，中银国际研究

根据母公司报表，公司2011年上半年无锡商业大厦百货零售业务（含家电）实现销售收入10.34亿元，增长23.4%，但是毛利率为20.7%，较去年同期的21.8%下降一个百分点，我们估计这主要和公司一楼国际一线品牌以及黄金珠宝销售占比上升有关。同时我们认为促销力度加大也导致了毛利率的下滑。毛利率变化趋势可能会随着一线品牌增长速度逐步平稳而开始回升。

同样我们根据母公司报表，可以看到公司百货零售业务费用率（管理费用率+销售费用率）持续下降，由10年上半年的9.1%下降到11上半年的8.8%。费用率达到了良好的控制。我们一向认为公司对成本的控制不亚于国内任何最优秀的百货零售商。但是由于公司毛利率下降以及东方汽车城新建、伊酷童和海门店新张等因素导致公司新增资金需求加大，财务费用上升了300万元左右，导致百货零售业务利润率下降1个百分点，模拟百货零售业务利润总额的增长也只有12%。

我们预计于2010年10月初公告新开的江苏海门店(占比70%)将今年下半年开业,截至上半年该店装修支出1,080万元。其总体装修支出约为5,500余万元。具体经营状况我们需要跟踪。

**图表 3. 2006年-2011年上半年商业大厦百货业务报表模拟(母公司报表)**

母公司报表(人民币,百万)	2006	2007	2008	2009	2010	10年上 半年	11年上 半年
主营业务收入	808.8	974.7	1299.1	1434.1	1628.1	838.1	1034.3
增长率(%)		20.5	33.3	10.4	13.53	14.0	23.41
主营业务成本	(621.1)	(749.9)	(1029.1)	(1142.9)	(1285.0)	(655.5)	(819.8)
毛利率(%)	23.2	23.1	20.8	20.3	21.1	21.8	20.7
其他业务收入	7.9	9.8	10.6	15.3	18.7	9.2	10.2
其他业务成本	(2.9)	(6.6)	(7.9)	(7.5)	(8.0)	(4.4)	(4.5)
营业税金及附加	(11.1)	(15.6)	(17.9)	(17.7)	(22.1)	(9.7)	(13.7)
占比(%)	1.4	1.6	1.4	1.2	1.4	1.2	1.3
销售费用	(35.0)	(35.1)	(33.6)	(42.9)	(41.1)	(11.0)	(9.6)
占比(%)	4.3	3.6	2.6	3.0	2.5	1.3	0.9
管理费用	(52.0)	(67.5)	(114.5)	(123.0)	(132.0)	(66.2)	(82.3)
占比(%)	6.4	6.9	8.7	8.5	8.0	7.8	7.9
财务费用	1.6	(2.4)	(8.2)	(8.2)	(11.4)	(4.9)	(7.6)
资产减值损失	(5.3)	(1.5)	(0.3)	0.0	0.0	(0.0)	0.0
模拟测算母公司利润总额	90.9	105.8	98.1	107.3	147.2	95.6	106.9
增长率(%)		16.3	(7.2)	9.4	37.2	31.8	11.9
利润率(%)	11.2	10.9	7.6	7.5	9.0	11.4	10.3

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

### 汽车销售增长明显放缓, 东方汽车城明年或可超预期

在政府扩大汽车消费政策推动下, 公司汽车经营逐步走出低迷, 同时公司加快东方汽车和新纪元汽车的业务整合, 进一步规范各品牌子公司的治理, 汽车美容、维修、配件等后产业的业务与服务进行梳理和调整, 拓展盈利空间。公司汽车经营上半年全力打造无锡新东方汽车城, 确立品牌提升策略, 攻克中高端品牌, “雷诺”、“梅赛德斯奔驰”、“保时捷”已相继引入。加快对周边市场的开发, 实现汽车经营的区域扩张发展战略, 在宜兴、江阴、苏州等城市积极布点, 同时进一步完善跨区域的信息化管理体系, 强化成本核算意识, 规范售前售后的服务管理, 但受国家取消相关购车优惠政策、油价上涨、同品牌4S店增加等因素影响, 销售增长逐渐平缓。报告期内汽车销售实现营业收入19.59亿元, 同比增长9.69%。由于公司1季度汽车业务实现营业收入10.09亿元, 同比增长11.28%。这说明公司2季度汽车业务增速已经放缓到8%。值得肯定的是汽车销售毛利率由于协同效应以及后汽车服务占比上升, 毛利率同比提高了0.8个百分点达到9.1%。高档车占比会逐步上升以抵消中低端车毛利率下降的压力。中低端车下半年仍然存在增速进一步放缓以及毛利率受到挤压的双重压力, 所以在公司汽车销售结构短期无法有效改善状况下, 我们对今年汽车业务增长不能过分乐观。

公司竞得其 A、B、C 三块地块面积约 500 亩的 40 年商业用地的使用权用于建设新城，截至上半年公司已投入资金 4.39 亿元，预计下半年可投入使用。我们认为从中长期来看，汽车销售业务将成为公司的另一增长级。也许明年随着公司中高端车在公司汽车销售结构中占比上升以及东方汽车城逐步成熟，公司汽车业务会给公司明年业绩带来惊喜。这是我们对明年业绩期待的亮点。

### 餐饮稳定增长，超市持平

1 季度公司增持“三凤桥肉庄”股权至 98.30%，为进一步做大三凤桥老字号食品做充分准备，三凤桥公司加大品牌宣传，加快了销售网络建设，努力拓展外省销售渠道，2011 年上半年餐饮与食品实现销售 9,222 万元，同比增长 13.45%。百业超市占市场优势的乡镇店由于外来务工人员流失，失去了主要的购买人群，加上大卖场波及城郊的冲击，各门店销售虽然已经止住了下滑趋势，但是上半年实现销售 6,941 万元，同比只增长了 2%，毛利率回升至 16.1%。

### 预计全年分红的投资收益为 1,800 万元左右

公司投资的江苏广电信息网络公司 2010 上半年并未分红，今年上半年分红 579 万元。我们预计国联信托和江苏银行分红将在下半年体现。预计全年分红的投资收益为 1,800 万元左右。

### 公司各项费用压力集中体现

我们可以看到随着多项工程的推进，公司各项费用均出现较大幅度增长，其中总体人员费用上升 30%，租赁和折旧摊销费率也出现上升态势。我们认为公司在东方汽车城、伊酷童和海门店新开业或尚未开业状况下费用率上升是正常的，随着这些新店逐步成熟，费用率会出现下降趋势。财务费用由于汽车城对资金需求加大，上半年财务费用由去年同期的 1,200 余万元激增到今年的 2,100 余万元。

**图表 4. 费用结构**

销售费用(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)	销售费用率(%)	10 年上半年	11 年上半年
职工薪酬	53.27	65.77	23.5	职工薪酬	1.76	1.91
广告宣传费	18.25	23.89	30.9	广告宣传费	0.60	0.70
水电费	2.38	1.67	(29.8)	水电费	0.08	0.05
其他	7.25	8.48	16.9	其他	0.24	0.25
合计	81.15	99.81	23.0	合计	2.68	2.90

管理费用(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)	管理费用率	10 年上半年	11 年上半年
职工薪酬	29.54	42.03	42.3	职工薪酬	0.98	1.22
租赁费	23.11	27.18	17.6	租赁费	0.76	0.79
折旧摊销费	41	49	19.5	折旧摊销费	1.35	1.42
水电费	5	5	7.2	水电费	0.16	0.16
房产税及土地使用税	7	7	(1.1)	房产税及土地使用税	0.22	0.19
其他	24	32	36.6	其他	0.78	0.93
合计	129	162	25.9	合计	4.26	4.72

主要费用结构(人民币, 百万)	10 年上半年	11 年上半年	同比变动(%)	费用率	10 年上半年	11 年上半年
职工薪酬	82.8	107.8	30.18	职工薪酬	2.73	3.14
水电费	7.4	7.0	(4.79)	水电费	0.24	0.20
租赁费	23.1	27.2	17.63	租赁费	0.76	0.79
折旧摊销费	41.0	49.0	19.47	折旧摊销费	1.35	1.42

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

## 公司未来存在的发展机会

我们认为未来 2 年内公司百货业态可能会逐步走出无锡市区, 在苏南以及苏中发达的县级区域内寻找合适的机会逐步扩张, 推进区域连锁。在汽车业务上有可能在夯实无锡东方汽车城并形成具有号召力品牌前提下对江苏其他区域经销商进行购并。

## 维持买入评级

我们暂时维持 2011-13 年盈利预测, 即公司每股收益(均不考虑非经常性损益)0.507、0.621 和 0.742 元。但是我们认为明后年公司业绩可能好于我们的预测。我们下调公司的目标价至 14.00 元/股。基于我们对公司发展战略的认同以及精细化管理的高度认可, 我们维持公司**买入**的评级。

**图表 5. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	10 年上 半年	10 年下 半年	11 年上 半年	同比增 长(%)	环比增 长(%)
<b>主营业务收入</b>	2,983	3,268	3,391	13.7	3.8
税金及附加	(18)	(23)	(25)	40.3	7.2
净主营业务收入	2,965	3,245	3,366	13.5	3.7
主营业务成本	(2,575)	(2,890)	(2,915)	13.2	0.9
其他业务收入	46	48	46	(0.4)	(3.8)
其他业务成本	(13)	(12)	(13)	(0.2)	10.2
毛利润	422	391	483	14.4	23.6
销售及管理费用	(210)	(219)	(262)	24.8	19.9
息税前利润	212	172	221	4.1	28.2
非经常性损益	(1)	2	15	(2,956.5)	660.5
应占联营公司损益	3	22	9	187.8	(59.1)
净财务费用	(12)	(15)	(21)	72.4	37.3
<b>税前利润</b>	<b>203</b>	<b>181</b>	<b>223</b>	<b>10.2</b>	<b>23.5</b>
所得税	(51)	(44)	(61)	19.9	39.6
税后利润	151	137	162	6.9	18.3
少数股东损益	(30)	(34)	(29)	(2.6)	(13.7)
<b>归属于上市公司股东利润</b>	<b>121</b>	<b>103</b>	<b>132</b>	<b>9.3</b>	<b>29.0</b>
<b>扣除非经常性损益后的净利润</b>	<b>122</b>	<b>101</b>	<b>118</b>	<b>(3.1)</b>	<b>17.0</b>
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.233</b>	<b>0.193</b>	<b>0.226</b>	<b>(3.1)</b>	<b>17.0</b>
<b>盈利能力(%)</b>					
主营业务毛利率	13.7	11.6	14.0		
综合毛利率	14.5	12.5	14.8		
营业利润率	7.0	5.2	6.4		
税前利润率	6.7	5.5	6.5		
净利率	4.0	3.0	3.4		

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	5,522	6,304	7,354	8,522	9,834
销售成本	(4,847)	(5,490)	(6,425)	(7,450)	(8,610)
经营费用	(285)	(317)	(381)	(441)	(496)
息税折旧前利润	390	497	548	631	728
折旧及摊销	(100)	(112)	(116)	(115)	(121)
经营利润(息税前利润)	290	385	432	516	607
净利息收入(费用)	(25)	(28)	(41)	(39)	(42)
其他收益/(损失)	38	27	27	27	27
税前利润	304	384	418	504	592
所得税	(68)	(95)	(103)	(126)	(148)
少数股东权益	(50)	(64)	(52)	(54)	(57)
净利润	186	224	264	324	387
核心净利润	185	225	264	324	387
每股收益(人民币)	0.356	0.430	0.507	0.621	0.742
核心每股收益(人民币)	0.355	0.431	0.507	0.621	0.742
每股股息(人民币)	0.108	0.084	0.039	0.086	0.101
收入增长(%)	31	14	17	16	15
息税前利润增长(%)	55	33	12	19	18
息税折旧前利润增长(%)	39	27	10	15	15
每股收益增长(%)	71	21	18	23	20
核心每股收益增长(%)	71	21	18	23	20

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	712	811	1,342	1,777	2,288
应收帐款	216	266	300	346	405
库存	372	434	500	585	673
其他流动资产	65	32	46	59	60
流动资产总计	1,364	1,543	2,188	2,767	3,427
固定资产	744	765	781	802	797
无形资产	229	578	574	570	566
其他长期资产	249	270	281	291	291
长期资产总计	1,222	1,613	1,635	1,663	1,654
总资产	2,587	3,156	3,823	4,430	5,081
应付帐款	1,208	1,429	1,660	1,912	2,209
短期债务	219	334	484	494	504
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债总计	1,427	1,764	2,144	2,407	2,713
长期借款	48	45	48	50	53
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	326	522	522	522	522
储备	575	577	809	1,097	1,439
股东权益	901	1,098	1,331	1,619	1,960
少数股东权益	211	249	300	354	354
总负债及权益	2,587	3,156	3,823	4,430	5,081
每股帐面价值(人民币)	2.76	2.11	2.55	3.10	3.76
每股有形资产(人民币)	2.06	1.00	1.45	2.01	2.67
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.37)	(0.83)	(1.55)	(2.36)	(3.32)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	304	384	418	504	592
折旧与摊销	100	112	116	115	121
净利息费用	25	28	41	39	42
运营资本变动	175	109	128	122	148
税金	(68)	(95)	(103)	(126)	(148)
其他经营现金流	(74)	(94)	(92)	(93)	(99)
经营活动产生的现金流	462	444	508	561	657
购买固定资产净值	(84)	(452)	(119)	(130)	(109)
投资减少/增加	27	15	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(57)	(437)	(119)	(130)	(109)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(136)	113	153	13	13
支付股息	(44)	(21)	(45)	(53)	(65)
其他融资现金流	(38)	0	34	44	16
融资活动产生的现金流	(217)	92	141	4	(37)
现金变动	187	99	531	435	511
期初现金	524	712	811	1,342	1,777
公司自由现金流	410	12	392	434	551
权益自由现金流	244	92	501	405	518

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	7.1	7.9	7.4	7.4	7.4
息税前利润率	5.3	6.1	5.9	6.1	6.2
税前利润率	5.5	6.1	5.7	5.9	6.0
净利率	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.3
利息覆盖率	9.6	11.7	9.9	12.4	13.5
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	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	25.5	21.1	17.9	14.6	12.2
核心业务市盈率	25.5	21.1	17.9	14.6	12.2
目标价对应核心业务市盈率	39.4	32.5	27.6	22.5	18.9
盈率					
市净率	3.3	4.3	3.6	2.9	2.4
价格/现金流	10.2	10.7	9.3	8.4	7.2
企业价值/息税折旧前利润	7.0	9.2	7.7	6.1	4.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	26.7	26.8	26.5	26.6	23.4
应收帐款周转天数	13.0	13.9	14.0	13.8	13.9
应付帐款周转天数	71.7	76.3	76.7	76.5	76.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	19.0	19.6	7.8	13.8	13.7
净资产收益率(%)	22.3	22.4	21.8	22.0	21.6
资产收益率(%)	9.2	10.1	9.4	9.4	9.6
已运用资本收益率(%)	21.7	25.1	22.3	22.2	22.6

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(无论与否修改)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、会计或税务建议或任何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