



买入

27% ↑

目标价格: 人民币9.08

000069.SZ

原目标价格: 人民币 8.13

价格: 人民币 7.14

目标价格基础: NAV 折价

板块评级: 中立

华侨城

业绩低于预期, 期待2012年开拔驰骋

华侨城2011年实现营业收入173.2亿元, 同比增长0.04%; 净利润31.8亿元, 同比增长4.5%; 每股收益0.568元。我们依旧看好华侨城“旅游+地产”的盈利模式; 公司大力发展文化产业和积极与环球影城展开合作, 都将有望成为公司未来的股价催化剂; 另外, 近期大股东的三次增持也大大增加了市场信心。我们将公司目标价上调至9.08元, 重申买入评级。

支撑评级的要点

- 2011年, 华侨城实现营业收入173.2亿元, 同比增长0.04%; 净利润31.8亿元, 同比增长4.5%; 每股收益0.568元, 业绩低于我们的预期。年度利润分配预案为每10股送3股红股、派0.6元现金。
- 2011年, 公司2011年房地产合同销售金额约为163亿元, 同比增长约20%左右, 全年去化率仍保持在60%左右, 总体表现较好。公司今年的推盘计划为153万方左右, 对应的货值在450亿元左右, 可售资源丰富。
- 2011年末, 公司预收房款为29亿元, 较年初减少约4亿元, 仅锁定了我们对公司2012年房地产板块预测收入的16%, 预售锁定表现较差。
- 2011年末, 公司资产负债率为71.2%; 净负债率为112.7%, 仍然处于行业高位; 公司手持货币资金约61.4亿元, 而短债合计66.1亿元, 公司短期的资金压力较三季度略有增加, 但考虑到大股东的借款支持以及近一两年内多个主题乐园的陆续营业, 公司总体财务情况还是比较安全的。
- 2012年, 公司第四代主题乐园的欢乐海岸的开业, 将弥补前三代产品的缺失, 填补了大型都市娱乐旅游项目的空白; 公司大力发展文化产业, 如今正好搭上文化产业政策的顺风车; 而与日本环球影城的合作, 远期有望全面提升公司旅游综合业务的业绩。

评级面临的主要风险

- 调控政策进一步收紧; 净负债率偏高。

估值

- 我们依旧看好华侨城“旅游+地产”的盈利模式; 公司大力发展文化产业和积极与环球影城展开合作, 都将有望成为公司未来的股价催化剂; 另外, 近期大股东的三次增持也大大增加了市场信心。
- 鉴于行业调控的影响, 我们下调公司2012-13年业绩预期至0.729和0.940元, 同时由于近期板块估值的上移, 我们将公司目标价由8.13元上调至9.08元, 相当于12.5倍2012年市盈率和2012年NAV25%的折让, 重申买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	17,318	17,324	23,208	29,334	35,549
变动(%)	58	0	34	26	21
净利润(人民币 百万)	3,039	3,177	4,078	5,256	6,871
全面摊薄每股收益(人民币)	0.543	0.568	0.729	0.940	1.228
变动(%)	78.2	4.5	28.3	28.9	30.7
先前预测每股收益(人民币)			0.822	1.034	
调整幅度(%)			(11.3)	(9.1)	
市盈率(倍)	13.1	12.6	9.8	7.6	5.8
每股现金流量(人民币)	(0.96)	(0.31)	0.73	1.76	2.41
价格/每股现金流量(倍)	(7.4)	(22.9)	9.8	4.1	3.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	10.9	8.3	6.1	4.3
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.077	0.099	0.130
股息率(%)	0.8	0.8	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3	1	1	(12)
相对新华富时A50指数	(9)	(1)	(8)	2

发行股数(百万)	5,593
流通股(%)	43
流通股市值(人民币 百万)	16,993
3个月日均交易额(人民币 百万)	200
12月末净负债率(%)	12.1
12年末每股重估净资产值(人民币)	91
主要股东(%)	
珠海华发集团有限公司	57

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年3月16日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

地产: 开发商

周路

(8621) 2032 8519

lu.zhou@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511100001

*袁豪为本报告重要贡献者

业绩低于预期，期待今年业绩释放

2011年，华侨城实现营业收入173.2亿元，同比增长0.04%，净利润31.8亿元，同比增长4.5%；每股收益0.568元，业绩低于我们的预期。公司2011年年度利润分配预案为：每10股送3股红股、派0.6元现金（含税）。

2011年公司结算毛利率和净利率分别达到38.8%和18.3%，比去年全年分别上涨1.8和0.8个百分点。公司2011年的三项费用也均有所增加，主要是因为2011年公司在天津、云南等项目实现销售导致管理费用和销售费用有所增加以及利率的变化导致财务费用有所增加。

我们认为，房地产业务结算的不达预期是影响公司2011年业绩的主要因素，由于行业调控的影响，公司部分现房销售项目的销售表现低于预期，无法进入结算，另外，2011年行业信贷偏紧的环境也致使公司的回款周期变慢，一定程度上影响了结算进度。

图表 1. 华侨城 2011 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业收入	17,318	17,324	0.0
营业成本	(8,472)	(8,085)	(4.6)
营业税	(2,426)	(2,513)	3.6
毛利润	6,420	6,726	4.8
其他收入	(259)	(66)	(74.6)
销售费用	(740)	(927)	25.3
管理费用	(1,257)	(1,462)	16.3
营业利润	4,164	4,272	2.6
投资收益	390	359	(8.0)
财务费用	(255)	(306)	19.9
营业外收支	47	(2)	(103.6)
税前利润	4,346	4,323	(0.5)
所得税	(1,017)	(1,037)	2.0
少数股东权益	(289)	(109)	(62.3)
归属上市公司股东净利润	3,039	3,177	4.5
主要比率(%)			
毛利率	37	39	
经营利润率	24	25	
净利率	18	18	

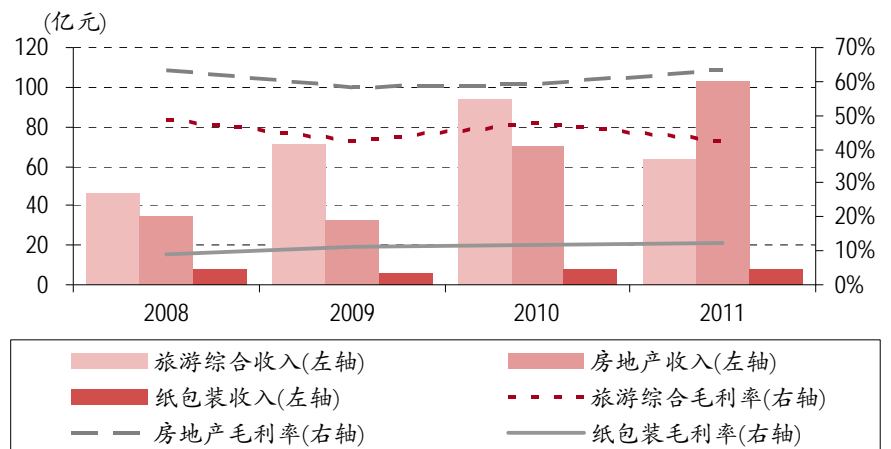
资料来源：公司数据

分业务来看，公司的三大业务板块中，旅游综合业务实现营业收入63.3亿元，同比下降32.96%；房地产业务实现营业收入102.3亿元，同比上涨45.51%；纸包装业务实现营业收入8.1亿元，同比上涨6.95%。其中，旅游综合业务营业收入的下降主要是由于旅游综合业务中的地产业务收入受调控影响下降所致（注：在公司的分类中，公司把除深圳华侨城房地产有限公司以外其他控股公司房地产收入都并入了旅游综合业务收入）。

按照实际业务分类来看的话，展望 2012 年：（1）地产业务方面，公司无论是销售方面还是结算方面都将好于 2011 年：一方面，是因为 2012 年的销售环境好于 2011 年，公司的推盘量也大，这都将有利于更高销售目标的实现；另一方面，因为 2011 年的基数较低，今年结算量同比增加应该不是难事，同时因为今年信贷的略微宽松致使结算周期将有所缩短，结算进度也将有所加快。

（2）旅游业务方面，公司 2011 年旅游业务稳定增长，全年旅游人数达到 2,430 万人次，同比增长达到 21.5%，随着公司主题乐园项目的增多，这一人数也将进一步扩大。今年，武汉欢乐谷和深圳欢乐海岸都将正式营业，而明年，天津华侨城和云南华侨城也将陆续开业，公司近一两年内主题乐园的陆续释放业绩，都将为稳定增长的旅游业务锦上添花。（3）纸包装业务方面，虽然占比不大，但该业务仍将继续保持稳步上涨态势。

图表 2. 三大业务板块的营业收入和毛利率走势



资料来源：公司数据和中银国际研究

去年销售变现令人满意，今年有望更上一层楼

公司 2011 年房地产合同销售金额约为 163 亿元，同比增长约 20% 左右，在史上最严厉的调控之年，公司全年房地产业务的去化率仍保持在 60% 左右，总体表现较好。公司今年的推盘计划为 153 万方左右，对应的货值在 450 亿元左右，可售资源丰富。公司今年的推盘结构上也会略有调整，由于去年中低端产品受到调控的影响较大，反而中高端产品并没有如市场预期那样受影响，因此在 2012 年的推盘结构中，中高端的产品比例可能会有略有增加，如深圳、上海和武汉等地都将加大中高端产品的比例。与此同时，公司也表示计划今年的去化率至少要达到去年的水平，因此如果按照 60% 去化来估算的话，那么公司今年全年销售表现将有可能超过 200 亿元，值得期待。

另外，公司今年的新开工计划为 133 万方左右，较 2011 年的 143 万方的开工计划略微下降 7% 左右，显示公司今年对于大市的研判较为谨慎。

至 2011 年末，公司预收房款为 29 亿元，较 2010 年末减少了约 4 亿元，仅锁定了我们对公司 2012 年房地产板块预测收入的 16%，相比地产行业其他龙头公司而言，公司在预售锁定方面表现相对稍差。

短期资金压力有所增加，但财务情况仍趋于安全

至 2011 年末，公司资产负债率为 71.2%，较去年三季度末的 73.6%略有下降；净负债率为 112.7%，虽然仍然处于行业高位，但较去年三季度末的 115.4%也略有下降。公司手持货币资金约 61.4 亿元，而短期借款加一年内到期的非流动负债合计 66.1 亿元，公司短期的资金压力较去年三季末略有增加。但总体而言，公司财务情况还是比较安全的，这是因为：一方面，考虑到大股东华侨城集团对于公司在委托贷款上的支持力度，公司 2012-2013 年度拟向华侨城集团申请在现有委托贷款 134.8 亿元规模下再新增不高于 80 亿元的委托贷款额度，贷款利率按市场条件不高于公司同期向金融机构贷款的利率；另一方面，由于近一两年内，如武汉欢乐谷、深圳欢乐海岸、天津华侨城和云南华侨城等也都将陆续开业，公司的投资高峰期已过，后期的资金压力将有所缓解。

第四代主题乐园开拔驰骋，新产品进军城市核心区域

公司在去年推出了第四代主题乐园产品欢乐海岸，它地处深圳湾商圈核心、华侨城主题公园群与滨海大道之间，总占地面积 125 万平方米，建筑面积共 40 万方，分两期建设，总投资约 30 亿元左右，该项目集文化、生态、旅游、娱乐、购物、餐饮、酒店、会所等多元业态于一体，是华侨城集团在主题商业领域的全新创想与实践。该项目的盈利模式来自于出租、演艺和酒店等收益，目前经营情况良好。不过由于该项目该项目以纯租赁为主，项目回收期较长，可能要 5-8 年，不过未来该产品也不排除搭配地产销售，形成互补。

公司作为国内主题乐园的龙头，目前已经拥有了三代主题乐园的产品，分别为第一代主题乐园民俗乐园、第二代主题乐园欢乐谷、以及第三代主题乐园休闲旅游产品，而这前三代产品的共性就是主题乐园都地处郊区，而公司在位于城市核心区域的乐园产品方面一直是空白。不过，作为第四代主题乐园的欢乐海岸的出现，将弥补前三代产品的缺失，填补了大型都市娱乐旅游项目的空白，增加了公司在旅游业务方面的想象空间。此外，未来欢乐海岸这种新产品也极有可能向其他城市复制推广，目前已经有多个地方政府表示了合作意愿。

与环球影城合作大有可为，有望全面提升旅游板块业绩

2011 年 9 月，公司和日本环球影城 (USJ) 签署协议将成立合资公司，旨在结合双方专长，全面提升上海华侨城项目运营管理能力。而本次双方合作的基础也非常牢固：一方面，日本环球影城的大股东高盛一直在积极推动日本环球影城的上市，但却苦于日本国内的公园业绩已经达到了峰值，因此日本环球影城借道海外发展，而华侨城作为中国的行业龙头，就是一个非常理想的合作对象；而另一方面，华侨城则更多希望借鉴日本环球影城先进的经营管理理念和丰富的产品结构，以期望公司的公园在收入结构和收入总额上都有长足的改善。因此，双方互相都有着很强烈的合作诉求，合作基础很牢固，发展前景很广阔。目前，公司与环球影城的谈判已经达成了一定的共识，在商标、无形资产和衍生产品等等方面的相关磋商也已经完成，目前已经进入最后的商务谈判阶段，主要就是价格问题，这个方面双方还协商当中，但鉴于双方合作的决心非常大，前期也已经达成了一定的共识，未来顺利合作的可能性非常大。

在合作细节上，公司未来将和日本环球影城在资金注入、管理团队、工作流程和知识产权（包括美国环球影球的知识产权和日本环球影城自主研发的知识产权）等多个方面进行合作。其中，在乐园收入结构上的借鉴调整对公司将尤为重要。目前，公司收入结构比较单一，旅游业务中过度依赖门票收入的问题比较突出，门票收入占比主题乐园收入的70%-80%。而反观日本环球影城，该乐园共占地54公顷，拥有18种大型游乐设施，以及54间餐饮与零售设施，其中非门票项目占比40-50%左右，收入结构比较合理。因此，此次如果顺利合作将为华侨城带来先进的管理理念以及合理的收入结构，全面提升上海华侨城项目运营管理能力，其营业收入和利润也将大幅增长，而未来如果讲上海华侨城的合作模式扩展到其他主题公园项目，或者仅仅只是把上海华侨城的管理经验借鉴出去，这都将为公司旗下的其他主题公园带来质的变化，远期对于公司旅游综合业务业绩的提升将非常明显。

文化产业提上战略地位，受惠于政策支持前景光明

2011年末，公司提出了“以文化为核心、旅游为主导，中国领先的现代服务业集聚型开发与运营商”商业新定位，在新的定位中，地产仍占重要地位，但是文化产业首次被提上战略地位，而这主要从两方面去实现，其一是对原有涉及文化产业业务的升级及延展，如：影视动漫和艺术展览等等，其二是将旅游资源与文化资源重组，实现资源的价值最大化，如：文化演艺和文化节庆等等。

尤其在文化演艺方面，公司近年来大力发展文化演艺业务，尝试以部分优质演艺产品为试点，强化渠道、品牌建设和市场化运作，力争把文化演艺业务打造成一个独立运营的文化产业优质品牌。目前，公司在文化演艺方面有2,600名员工，19个剧场，另外还有4个剧场在建，并且已拥有诸如东部华侨城《天禅》、北京华侨城《金面王朝》、成都华侨城《天府蜀韵》等多个演艺产品。随着公司对现有文化产业的资源整合和规模扩张，未来演艺产品线将得到进一步扩充。

去年，继国家“十二五”规划提出要将文化产业发展成为国民经济支柱产业后，六中全会再次强调要加快发展文化产业、推动文化产业成为国民经济支柱性产业。这就意味着未来5年内，文化产业占GDP的比重将达到5%以上，这将要求未来5年我国文化产业的复合增长率要达到25%左右。在这个大环境下，华侨城提升文化产业的战略地位也可谓是响应了国家的号召，未来也必将在受惠于文化产业的优惠政策，同时凭借自身独有旅游资源，公司未来文化产业的前景将不可限量。

看好公司未来发展，维持买入评级

公司综合旅游业务处于行业领先地位，收入稳中有升；地产业务在整个大环境不利的条件下，销售表现令人满意，预计今年销售表现更能大幅提升；作为公司大力发展的文化产业也搭上了近期文化产业政策的顺风车，未来发展前景光明；看好公司与环球影城的合作，未来对公司旅游业务业绩的提升将非常明显，而且这也仅仅是一个新的开始，预计公司未来可能会催生出更多的项目合作，公司未来“旅游+地产”的模式将得到进一步更好的发展；另外，近期大股东的三次增持也大大增加了市场信心。

鉴于行业调控的影响，我们下调公司2012-13年业绩预期至0.729和0.940元，同时由于近期板块估值的上移，我们将公司目标价上调至9.08元，相当于12.5倍2012年市盈率和2012年NAV25%的折让，重申**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	17,318	17,324	23,208	29,334	35,549
销售成本	(10,898)	(10,598)	(13,874)	(17,421)	(20,832)
经营费用	(566)	(1,034)	(1,752)	(2,429)	(3,173)
息税折旧前利润	5,854	5,692	7,582	9,484	11,544
折旧及摊销	(1,431)	(1,354)	(1,448)	(1,615)	(1,728)
经营利润(息税前利润)	4,423	4,338	6,134	7,869	9,816
净利息收入/(费用)	(255)	(306)	(237)	(190)	(74)
其他收益/(损失)	178	291	300	300	300
税前利润	4,346	4,323	6,197	7,978	10,042
所得税	(1,017)	(1,037)	(1,549)	(1,995)	(2,510)
少数股东权益	(289)	(109)	(570)	(728)	(660)
净利润	3,039	3,177	4,078	5,256	6,871
核心净利润	3,039	3,177	4,078	5,256	6,871
每股收益(人民币)	0.543	0.568	0.729	0.940	1.228
核心每股收益(人民币)	0.543	0.568	0.729	0.940	1.228
每股股息(人民币)	0.060	0.060	0.077	0.099	0.130
收入增长(%)	58	0	34	26	21
息税前利润增长(%)	83	(2)	41	28	25
息税折旧前利润增长(%)	74	(3)	33	25	22
每股收益增长(%)	78	5	28	29	31
核心每股收益增长(%)	78	5	28	29	31

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	4,346	4,323	6,197	7,978	10,042
折旧与摊销	1,431	1,354	1,448	1,615	1,728
净利息费用	255	306	237	190	74
运营资本变动	(9,987)	(6,311)	(3,339)	978	3,262
税金	(1,312)	(1,203)	(1,549)	(1,995)	(2,510)
其他经营现金流	(94)	(210)	1,085	1,058	912
经营活动产生的现金流	(5,362)	(1,741)	4,079	9,826	13,508
购买固定资产净值	(4,162)	(3,668)	(2,342)	(2,564)	(2,809)
投资减少/增加	732	21	0	0	0
其他投资现金流	291	388	300	300	300
投资活动产生的现金流	(3,140)	(3,259)	(2,042)	(2,264)	(2,509)
净增权益	263	294	0	0	0
净增债务	11,641	5,593	(2,303)	0	(8,200)
支付股息	(311)	(186)	(336)	(431)	(555)
其他融资现金流	(612)	(20)	(1,622)	(1,549)	(1,286)
融资活动产生的现金流	10,981	5,681	(4,261)	(1,979)	(10,041)
现金变动	2,480	680	(2,224)	5,582	957
期初现金	2,949	5,427	6,108	3,884	9,466
公司自由现金流	(8,502)	(5,000)	2,037	7,561	10,999
权益自由现金流	2,561	(401)	(1,888)	6,013	1,512

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	5,427	6,108	3,884	9,466	10,423
应收帐款	280	340	357	375	393
库存	19,575	31,738	35,110	34,083	30,583
其他流动资产	3,554	1,979	2,079	2,262	2,634
流动资产总计	28,836	40,164	41,429	46,185	44,034
固定资产	14,378	16,226	17,230	18,287	19,474
无形资产	3,608	4,546	4,458	4,369	4,280
其他长期资产	1,716	1,825	1,804	1,785	1,768
长期资产总计	19,703	22,598	23,491	24,441	25,521
总资产	48,538	62,762	64,921	70,626	69,555
应付帐款	4,241	4,979	5,028	5,079	5,130
短期债务	4,616	6,609	5,200	5,200	5,000
其他流动负债	11,067	13,157	13,258	13,359	13,462
流动负债总计	19,925	24,745	23,486	23,638	23,592
长期借款	13,825	19,891	18,997	18,997	10,997
其他长期负债	79	31	31	31	31
股本	3,107	5,593	5,593	5,593	5,593
储备	10,108	10,696	14,438	19,263	25,579
股东权益	13,216	16,290	20,032	24,857	31,173
少数股东权益	1,494	1,805	2,375	3,103	3,763
总负债及权益	48,538	62,762	64,921	70,626	69,555
每股帐面价值(人民币)	4.25	2.91	3.58	4.44	5.57
每股有形资产(人民币)	3.09	2.10	2.78	3.66	4.81
每股净负债/(现金)(人民币)	4.19	3.65	3.63	2.63	1.00

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.8	32.9	32.7	32.3	32.5
息税前利润率(%)	25.5	25.0	26.4	26.8	27.6
税前利润率(%)	25.1	25.0	26.7	27.2	28.2
净利率(%)	17.6	18.3	17.6	17.9	19.3
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.6	1.8	2.0	1.9
利息覆盖率(倍)	14.2	11.3	18.2	24.3	36.0
净权益负债率(%)	88.5	112.7	90.7	52.7	16.0
速动比率(倍)	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6
估值					
市盈率(倍)	13.1	12.6	9.8	7.6	5.8
核心业务市盈率(倍)	13.1	12.6	9.8	7.6	5.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.7	16.0	12.5	9.7	7.4
市净率(倍)	1.7	2.5	2.0	1.6	1.3
价格/现金流(倍)	(7.4)	(22.9)	9.8	4.1	3.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.3	10.9	8.3	6.1	4.3
周转率					
存货周转天数	480.2	883.6	879.3	724.9	566.5
应收帐款周转天数	5.4	6.5	5.5	4.6	3.9
应付帐款周转天数	75.1	97.1	78.7	62.9	52.4
回报率					
股息支付率(%)	6.1	10.6	10.6	10.6	10.6
净资产收益率(%)	25.7	21.5	22.5	23.4	24.5
资产收益率(%)	8.5	5.9	7.2	8.7	10.5
已运用资本收益率(%)	17.5	11.4	13.7	16.2	19.4

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(“上市集团”)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