



买入

30% ↑

目标价格: 人民币 20.50

601010.SS

价格: 人民币 15.74

目标价格基础: 市盈率估值

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0	(7)	(0.4)	-
相对新华富时 A50 指数	(8)	(2)	(8.8)	-

发行股数(百万)	493
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	1,731
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
江苏文峰集团有限公司	19

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 3 月 27 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

消费品: 零售

刘都

(8621) 2032 8511

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120001

*林琳为本报告重要贡献者

文峰股份

业绩符合预期, 未来外延扩张加速

2011 年公司实现营业收入 64.42 亿元, 同比增长 14.31%; 实现息税前利润 5.37 亿元, 同比增长 17.9%; 扣非后归属于上市公司股东的净利润 3.86 亿元, 同比增长 19.5%, 扣非后折合每股收益 0.783 元, 基本符合我们的预期。

支撑评级的要点

- 2012-14 年购物中心展店节奏加速。
- 江苏二三线城市零售经历现代化过程, 增长快于一线城市, 小市场的购物中心具备先发优势。
- 公司目前运作的“文峰”商业模式较为成功, 在公司的成熟市场新开业购物中心基本一年实现盈利。

评级面临的主要风险

- 房地产业务受国家宏观调控影响, 销售情况低于预期, 住宅项目结算进程不确定。
- 2012 年南大街店装修扩建影响经营程度高于我们的预期。
- 新拓展市场门店销售状况低于预期, 拖累经营业绩。

估值

- 以目前披露的储备项目开发进程为依据 (公司目前还有 15 个左右的在洽谈项目, 由于尚未公告, 暂不作为估值依据), 我们小幅调整公司 2012-2013 年盈利预测每股收益 (不含非经常性损益) 分别至 0.972 和 1.306, 14 年每股收益预测为 1.46 元, 其中零售业务每股收益分别为 0.896、1.118 和 1.341 元, 地产业务每股收益分别为 0.076、0.187 和 0.12 元。未来增长主要来源于加速的外延扩张和主力门店装修扩建。鉴于我们对公司经营模式及渠道下沉江苏二三线城市节奏的认可, 维持公司 **买入** 评级, 基于 22 倍 2012 年零售业务业绩预测和 10 倍 2012 年地产业务盈利预测, 我们给予公司目标价位 20.50 元。

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)	5,576	6,362	7,329	8,981	11,229
变动(%)	15	14	15	23	25
净利润(人民币 百万)	362	434	479	643	721
全面摊薄每股收益(人民币)	0.734	0.880	0.972	1.306	1.460
变动(%)	23.45	19.93	10.50	34.26	11.86
先前预测核心每股收益(人民币)			0.896	1.111	
调整幅度(%)			0.00	0.63	
核心每股收益(人民币)	0.656	0.783	0.896	1.118	1.341
变动(%)	16.75	19.45	14.39	24.80	19.89
全面摊薄市盈率(倍)	21.45	17.89	16.19	12.06	10.78
核心市盈率(倍)	24.00	20.09	17.57	14.08	11.74
每股现金流量(人民币)	1.152	0.973	1.120	1.378	1.661
价格/每股现金流量(倍)	13.7	16.2	14.1	11.4	9.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	9.8	6.9	5.3	4.3
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.438
股息率(%)	4.6	2.7	3.3	3.3	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

零售业务基本符合预期

2011 年公司实现营业收入 64.42 亿元，同比增长 14.31%；实现息税前利润 5.37 亿元，同比增长 17.9%；扣非后归属于上市公司股东的净利润 3.86 亿元，同比增长 19.5%，扣非后折合每股收益 0.783 元，基本符合我们的预期。

主力门店增长良好

2011 年公司主力门店南大街店营收约为 20 亿元(其中家电和超市收入约占 20% 和 3.5%)，同比增长 15%，毛利率约为 18%。该店 2011 年上半年营收增长约为 18.4%，下半年增速放缓，主要是由于 2010 年 3 季度同一商圈的八佰伴停业装修，南大街店分流了一部分八佰伴的客流，使得 2010 年 3 季度销售基数较高；2011 年 4 季度该店部分楼层间的品牌调整（部分品牌重新装修），略微影响了 4 季度的销售收入。我们预计该店 2012 年 1-2 月份营收为单数增长，扣除家电销售持续低迷的影响，该店超市和百货的营收增速为 10-15%。该门店从去年 4 月份至 10 月中旬进行了外立面装修，为保持客流量，公司在此期间组织了各种促销活动，活动期间大部分品牌的扣点率基本保持稳定，在一定程度上反映了公司在与品牌商谈判中处于强势地位。该店将于今年下半年开始对该店进行为期 3-4 个月的装修改造，届时将对一层地面和中庭升级改造，同时每一层进行东扩，将增加面积约为 10,000 平米。公司将利用此机会调整各层的品类结构，引入部分高端品牌，并引入餐饮和影院等配套休闲娱乐项目，将该店逐步转型为百货购物中心，此次升级改造会对 2012 年的营收造成一定的影响，并且考虑到家电销售持续低迷和黄金销售增速放缓(2011 年该店家电和黄金销售占该店整体销售额的比例分别为 20%和 22%)，我们预计 2012 年该店的营收将与 2011 年基本持平，但着眼于中长期发展，我们认为此次升级改造将为南大街店保持稳健的内生增长提供良好的动力。

沪东店是公司的第二大主力门店，2011 年实现销售收入约为 7 亿元，毛利率约为 17%。2011 年 7 月份公司以 5,500 万元收购上海文峰千家惠 100%股权，物业由原先的租赁变为自有，2011 年节省租金约为 570 万元（原租金约为 1,370 万元/平米）。2011 年下半年公司收回原租赁给家具商 6,500 平米的物业自营百货业务，预计需装修费用 300 万元。同时公司收回顶层 6,000 平米外租给酒店的物业，用于引进影院和餐饮等其他业态（预计 2012 年租金收入约为 1,300 万元），改造后该店的面积约为 3 万平米。2012 年 2 月 18 日该店顶层的“佰迦乐大光明影城”正式开业。百货经营面积的增加，餐饮和影院的引入，增加了该店的集客能力，保证了该店稳定的内生增长。

成熟市场购物中心开业第一年实现盈利

如皋新店是公司城市综合体经营的模板，于 2010 年 11 月份试营业，2011 年是该店经营的第一个完整年，预计全年含税营业收入为 5.8 亿元，其中百货含税收入约为 4.5 亿元，家电和超市含税收入分别约为 7,000 万元和 6,000 万元，毛利率约为 17.6%，该店今年净利润约为 4,000 万元。

海安新店于 2011 年 12 月 30 日开业，目前平均含税日流水约为 130 万元，毛利率约为 17%。我们预计 2012 年该店实现盈亏平衡或盈利。此外海安新店尚有 5,000 平米的购物街将在 2012 年出售，以周边商业物业单价为参考，我们预计该物业出售单价为 2 万元/平米，该物业将于 2012 年全部实现结算，预计实现利润 4,000-5,000 万元。

截止至 2011 年 12 月 31 日公司共拥有 8 家百货及购物中心门店,上述的门店外, 2009 年开业的次新店大世界靖江店预计增速为 40%, 实现销售收入 1.67 亿元。其余门店的增速为 10-15%之间。

加大卖场投资力度

公司于 2011 年聘请了台湾专业的超市管理团队经营超市业务, 管理初见成效, 2011 年超市业务毛利率为 9.94%, 同比增加 2.13 个百分点。观察超市业务 2011 年上半年毛利率 12.76% 可以发现, 公司 2011 年下半年毛利率环比下降 7.7 个百分点至 5.06%, 主要由于 2011 年 11 月份开业的射阳店为抢占市场, 在开业后做较多零利润促销活动; 泰州地区下半年新开了一家沃尔玛店, 公司泰州卖场为与其竞争, 下半年同样也做了较多的零利润促销活动, 上述两个原因使得超市业务毛利率在 2011 年下半年有所下滑, 但是同比 2010 年下半年毛利率 3.26% 仍有 1.8 个百分点的上升。

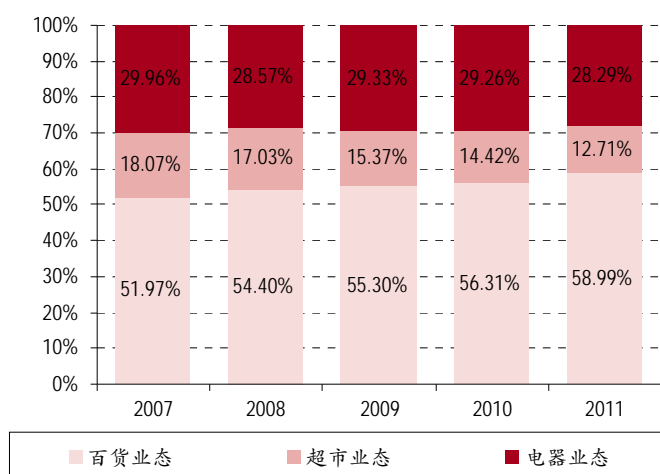
除了聘请专业团队, 公司加大了卖场方面的投资力度, 2011 年以前, 公司共有 2 家独立超市, 均位于南通市区。2011 年 11 月 11 日公司第一家南通市区以外的独立超市——盐城射阳店开业, 该店共 2 层, 建筑面积约为 1.6 万平米, 其中超市面积约为 6,600 平米, 商业街约为 3,200 平米, 停车场面积约为 8,000 平米, 可停放 240 辆车, 该物业为租赁, 平均年租金约为 400 万元。开业至今平均含税日流水约 30 万元, 毛利率约为 12%。2012 年 2 月 1 日公司发布公告以 6,800 万元拍得启动东车站占地面积为 15,036 平米的地块用于建设大卖场, 建成后的卖场总面积约为 2.3 万平米。预计 2012 年年底开业, 汽车东站人流量较大, 且目前该地区没有大卖场, 我们预计该店培育期约为 1 年。

我们认为随着公司超市业务经营规模的扩大, 加上业务团队管理水平的提高, 超市业务的营收增速及毛利率水平平均会逐步提高。

毛利率略有提升, 费用控制良好

2011 年公司零售业务毛利率为 15.3%, 同比上涨 0.41 个百分点, 主要由于三业态中毛利率水平最高的百货业务收入占零售业务的比重同比上升 2.68 个百分点至 58.99%, 而毛利率水平较低的超市业务收入比重则下降 1.71 个百分点至 12.71%。百货毛利率略微下降 0.18 个百分点至 18.15%, 主要是因为今年新黄金销售同比提高和 2010 年 11 新开业如皋店毛利率水平略低, 使得百货毛利率有所略微下降。

图表 1. 2007-2011 年公司三业态对主营业务的占比



资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 2. 2007-2011 年公司各业态毛利率变化



资料来源：公司资料及中银国际研究

2011 年销售费用率为 4.77%，同比下降 0.15 个百分点，管理费用率为 3.11%，同比上升 0.2 个百分点，期间费用率合计为 7.88%，同比上升 0.05 个百分点。其中全年人工费用为 1.94 亿元，增长为 20%，人工费用率为 3.02%，同比增长 0.16 个百分点，主要是由于公司今年新增员工 301 人和聘请台湾专业的超市管理团队引起的。

新增的员工主要由于如皋新店 2010 年 11 月份开后新增部分员工，2011 年公司新开大世界宝应店、射阳超市增加部分人员，以及台湾团队整合超市业务流程后，超市业务管理团队新增员工 50 多人。2011 年人均工资涨幅在 10% 以内。

图表 3. 2009 年-2011 年公司营运费用构成 (百万元, %)

主要费用合计	2009	2010	2011
职工薪酬	136.68	161.03	194.37
占销售收入比重(%)	2.80	2.86	3.02
折旧、摊销和长期待摊费用	44.45	84.34	95.19
占销售收入比重(%)	0.91	1.50	1.48
租赁	46.79	27.24	28.07
占销售收入比重(%)	0.96	0.48	0.44
水电费	47.57	54.94	57.06
占销售收入比重(%)	0.97	0.97	0.89
单位面积水电费(元/平米)	183.31	161.10	142.33
广告促销费	33.54	38.59	43.97
占销售收入比重(%)	0.69	0.68	0.68
修理费	11.13	8.84	13.88
占销售收入比重(%)	0.23	0.16	0.22
其他	62.04	66.01	74.98
占销售收入比重(%)	1.27	1.17	1.16
合计	382.21	440.98	507.51
占销售收入比重(%)	7.83	7.82	7.88

资料来源：公司资料及中银国际研究

加速展店步伐

截止至 2011 年 12 月 31 日，公司共有 8 家百货店、3 家购物中心店、3 家独立超市和 11 家独立家电门店。2011 年公司新开 1 家购物中心、1 家百货门店和 1 家独立超市，分别为 2011 年 12 月 30 日开业的大世界海安新店（建筑面积约为 6.2 万平米）、大世界宝应店（建筑面积约为 2 万平米）和超市盐城射阳店（建筑面积约 1.5 万平米）。

未来 2-3 年公司购物中心店展店节奏较为合理，已确定的项目中，2012-14 年每年将新增购物中心 2-3 家，预计到 2014 年中旬，公司将新增购物中心面积约 27.5 万平米（已扣除新店开业后关闭的原店面积），比 2011 年底百货及购物中心总面积 32.7 万平米增加 80%，自有物业占比由 2011 年的 79% 上升至 88%。未来开业的购物中心中，除南通二店（文峰城市广场）拿地成本较高外，（整块土地成交价为 9.5 亿元，加上装修等费用后，折算成购物中心单位面积开发成本约为 10,000 元/平米），其余项目拿地成本均较低。

启东新店一期目前已经处于内部装潢阶段，预计 2012 年 3 季度开业，面积约为 3 万平米，一期开业后，原店将拆除，并在原店的基础上建造二期，二期预计将在 2014 年年初开业。

图表 4.2012-14 年公司已确定的储备项目及已有门店升级改造项目

项目名称	自营商业部分建筑面积（即扣除商业街及地下室和停车场面积）(万平米)	物业性质	预计开业时间	估计商业部分单位面积成本（含土地及装修等费用）(元/平米)	备注
大世界启东新店一期	3	自建	2012 年 3 季度	4,405	大世界启东原店将搬入新店，原店（经营面积为 1.37 万平米）将拆除，并在原址上将建设启东新店二期
启东市东车站超市	2.5	自建	2012 年年底	3,400	除商业部分外，该项目还有 1.5 万平米的酒店或写字楼项目。预计总投资为 1 亿多元。
南大街店扩建	1	自建	2012 年年底	---	公司将在 2012 年下半年对南大街店进行为期 3-4 个月左右的逐层扩建，预计总扩建面积为 1 万平米
南通二店（文峰城市广场）	5.5	自建	2013 年 5 月	10,000	持股比例为 51%。该项目商业街面积约为 4 万平米，以 5.8 亿元报销给另一股东销售。
大世界大丰店	5	自建	2013 年 3 季度	4,800	预计商业街的面积为 1.5 万平米，除购物中心外，该项目还含有 9 万平米的住宅项目
大世界启东新店二期	3	自建	2014 年初	4,405	该项目不含酒店或写字楼及商业街项目
大世界长江镇店	6.5	自建	2014 年上半年	3,700	预计商业街面积为 2 万平米，酒店或写字楼面积为 1.7 万平米
大世界海门店	6	自建	2014 年中期	项目洽谈中	该项目土地还在洽谈中，原海门店经营面积为 1.22 万平米，将于海门新店开业后闭店。
合计	32.5	--	--	--	--

资料来源：公司数据，中银国际研究

小幅调整盈利预测和维持买入评级

以目前披露的储备项目开发进程为依据（公司目前还有 15 个左右的在洽谈项目，由于尚未公告，暂不作为估值依据），我们微调公司 2012-2013 年盈利预测每股收益（不含非经常性损益）分别至 0.972 和 1.306，14 年每股收益预测为 1.46 元，其中零售业务每股收益分别为 0.896、1.118 和 1.341 元，地产业务每股收益分别为 0.076、0.187 和 0.12 元。未来增长主要来源于加速的外延扩张和主力门店装修扩建。鉴于我们对公司经营模式及渠道下沉江苏 2.3 线城市节奏的认可，维持公司 **买入** 评级，基于 22 倍 2012 年零售业务业绩预测和 10 倍 2012 年地产业务盈利预测，我们给予公司目标价位 20.50 元。

图表 5.2011 年公司业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动(%)
主营业务收入	5,492.19	6,269.20	14.15
营业税金及附加	(59.74)	(79.94)	33.81
净营业收入	5,432.46	6,189.27	13.93
其他净收入	133.45	157.85	18.28
主营业务成本	(4,669.18)	(5,302.45)	13.56
销售费用	(164.18)	(200.45)	22.09
管理费用	(276.80)	(307.05)	10.93
息税前利润	455.76	537.17	17.86
非经常项目	51.94	64.20	
投资收益	0.00	(1.27)	
净财务费用	(17.59)	(16.43)	(6.57)
利润总额	490.11	583.67	19.09
所得税	(127.39)	(150.47)	18.12
净利润	362.71	433.20	19.43
少数股东损益	(1.12)	0.46	
归属于母公司股东的净利润	361.60	433.66	19.93
扣除非经常性损益的净利润	323.16	386.01	19.45
扣非后全面摊薄每股收益(人民币)	0.66	0.78	19.45
盈利能力(%)			
主营业务毛利率	16.97	17.46	
综合毛利率	14.63	15.03	
息税前利润率	8.10	8.36	
净利润率	8.71	9.08	

资料来源: 公司资料及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,576	6,362	7,329	8,981	11,229
销售成本	(4,679)	(5,318)	(6,147)	(7,524)	(9,413)
经营费用	(323)	(414)	(475)	(591)	(765)
息税折旧前利润	574	631	707	866	1,051
折旧及摊销	(118)	(94)	(111)	(133)	(158)
经营利润 (息税前利润)	456	537	596	733	893
净利息收入/(费用)	(18)	(16)	1	1	(4)
其他收益/(损失)	52	63	51	131	80
税前利润	490	584	648	865	969
所得税	(127)	(150)	(167)	(225)	(252)
少数股东权益	(1)	0	(2)	3	3
净利润	362	434	479	643	721
核心净利润	323	386	442	546	662
每股收益(人民币)	0.734	0.880	0.972	1.306	1.460
核心每股收益(人民币)	0.656	0.7833	0.896	1.118	1.341
每股股息(人民币)	0.730	0.420	0.520	0.520	0.438
收入增长(%)	15	14	15	23	25
息税前利润增长(%)	19	18	11	23	22
息税折旧前利润增长(%)	33	10	12	23	21
每股收益增长(%)	23.45	19.93	10.50	34.26	11.86
核心每股收益增长(%)	16.75	19.45	14.39	24.80	19.89

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	490	584	648	865	969
折旧与摊销	118	94	111	133	158
净利息费用	18	16	(1)	(1)	4
运营资本变动	385	(1,086)	1,470	460	315
税金	(127)	(150)	(167)	(225)	(252)
其他经营现金流	(57)	(64)	(38)	(93)	(60)
经营活动产生的现金流	826	(606)	2,022	1,139	1,134
购买固定资产净值	(231)	(271)	(276)	(500)	0
投资减少/增加	34	7	0	0	(1)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(197)	(265)	(276)	(500)	(1)
净增权益	0	2,136	0	0	1
净增债务	200	(195)	0	0	0
支付股息	(199)	(279)	(207)	(256)	(256)
其他融资现金流	(179)	(125)	(246)	(145)	(754)
融资活动产生的现金流	(178)	1,536	(453)	(401)	(1,009)
现金变动	452	666	1,293	238	124
期初现金	503	955	1,620	2,913	3,151
公司自由现金流	638	(855)	1,773	673	1,168
权益自由现金流	812	(1,082)	1,747	641	1,128

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	955	1,620	2,913	3,151	3,275
应收帐款	98	463	212	247	392
库存	307	368	414	493	616
其他流动资产	190	1,087	225	282	423
流动资产总计	1,550	3,538	3,764	4,175	4,706
固定资产	1,183	1,333	1,491	1,612	2,170
无形资产	272	262	372	558	548
其他长期资产	42	144	151	182	254
长期资产总计	1,496	1,738	2,014	2,352	2,972
总资产	3,046	5,277	5,778	6,526	7,678
应付帐款	1,533	1,709	2,144	2,692	3,341
短期债务	3	8	8	8	8
其他流动负债	184	246	214	298	373
流动负债总计	1,721	1,963	2,366	2,998	3,721
长期借款	203	2	2	2	2
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	383	493	493	493	493
储备	732	2,813	2,909	3,028	3,460
股东权益	1,115	3,305	3,401	3,521	3,953
少数股东权益	7	6	8	5	2
总负债及权益	3,046	5,277	5,778	6,526	7,678
每股帐面价值(人民币)	2.91	6.71	6.90	7.14	8.02
每股有形资产(人民币)	2.20	6.18	6.15	6.01	6.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.96)	(3.27)	(5.89)	(6.37)	(6.62)

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	10.3	9.9	9.6	9.6	9.4
息税前利润率	8.2	8.4	8.1	8.2	8.0
税前利润率	8.8	9.2	8.8	9.6	8.6
净利率	6.5	6.8	6.5	7.2	6.4
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.8	1.6	1.4	1.3
利息覆盖率	17.7	16.5	22.8	22.9	22.3
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	1.6	1.4	1.2	1.1
估值(倍)					
市盈率	21.45	17.89	16.19	12.06	10.78
核心业务市盈率	24.00	20.09	17.57	14.08	11.74
目标价对应核心业务市盈率	24.3	26.2	22.9	18.5	15.3
市净率	5.4	2.3	2.3	2.2	2.0
价格/现金流	13.7	16.2	14.1	11.4	9.5
企业价值/息税折旧前利润	9.2	9.8	6.9	5.3	4.3
周转率					
存货周转天数	24.0	25.2	24.6	23.9	23.9
应收帐款周转天数	6.4	26.6	10.6	10.1	12.7
应付帐款周转天数	100.4	98.1	106.8	109.4	108.6
回报率					
股息支付率(%)	77.3	47.7	53.5	39.8	30.0
净资产收益率(%)	32.4	13.1	14.1	18.3	18.2
资产收益率(%)	11.1	7.6	7.7	8.3	8.6
已运用资本收益率(%)	34.9	16.7	18.2	21.7	23.4

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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，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(无论有否修改)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