



**买入** **21% ↑**  
目标价格: 人民币 38.50  
**600315.SS** 原目标价格: 人民币 37.10  
价格: 人民币 31.91  
目标价格基础: 35 倍 12 年市盈率  
板块评级: 中立

### 股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5)	(2)	(2)	-
相对新华富时 A50 指数	(13)	1	(9)	-
				423
				流通股 (%)
				99
				流通市值 (人民币 百万)
				13,377
				3 个月日均交易额 (人民币 百万)
				62
				净负债比率 (%) (2012E)
				净现金
				28.38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年4月6日收市价为标准

## 上海家化

### 完全市场化机制将引领公司步入新一轮发展

2011年中国平安接替上海国资委成为上海家化的实际控制人, 公司由国有控股转为混合所有制企业。完全市场化的机制将更有效激发其竞争力, 为其长远发展注入了活力。公司刚推出的限制性股票激励计划就是其所有制改变的最新变化之一, 其激励作用将有效保证未来三年净利平均30%以上的高速增长。作为本土日化的龙头企业, 在完全市场化的机制引导下, 我们预计其未来增长更加可以期待。我们维持其买入评级, 目标价格上调至38.50元。

#### 支撑评级的要点

- 上海家化2011年实现主营收入35.8亿元, 净利润3.61亿元, 同比分别增长16%和31%, 基本符合我们预期。公司业绩增长基本来自于化妆品业务的贡献, 高毛利率的佰草集、高夫等品牌的快速增长进一步提升公司整体毛利率至56.5%。公司同时宣布其2011年分红方案为每10股派现4元现金。
- 2011年公司各主打品牌六神、佰草集、高夫的表现都十分抢眼, 而美加净未来增长可期, 我们预计2-3年有望达到30%-50%的增速。基于这些品牌在2012年将持续较快成长, 但公司的销售和管理费率将保持相对稳定, 我们预计其净利增长有望达到38%。
- 公司限制性股票激励计划草案推出, 我们认为该方案设计较为可行, 主要是其对公司业绩的摊薄较为有限, 但激励作用将有效保证未来三年净利平均30%以上的高速增长。

#### 评级面临的主要风险

- 限制性股票激励计划如意外不能实施, 对公司的经营、业绩和股价将有负面影响。

#### 估值

- 假设限制性股票激励计划在2012年顺利实施, 则当年每股盈利摊薄至1.10元。给予其35倍2012年预期市盈率, 目标价由37.10元上调至38.50元。维持买入评级。

#### 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)	3,094	3,577	4,363	5,223	6,264
变动(%)	15	16	22	20	20
净利润(人民币 百万)	276	362	499	681	899
全面摊薄每股收益(人民币)	0.652	0.856	1.180	1.610	2.124
变动(%)	(9.1)	31.4	37.8	36.4	32.0
市场共识预测每股收益(人民币)		0.890	1.260	1.670	
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.238	1.514	
调整幅度(%)	-	-	(4.7)	6.3	N/A
全面摊薄市盈率(倍)	49.0	37.3	27.0	19.8	15.0
每股现金流量(人民币)	0.48	0.61	0.97	1.33	1.76
价格/每股现金流量(倍)	66.6	52.4	32.8	24.0	18.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.0	28.2	20.7	15.0	10.8
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
股息率(%)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

化工

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

## 估值

2011 年是上海家化的改制之年，中国平安接替上海国资委成为公司的实际控制人，公司由国有控股转为混合所有制企业。完全市场化的机制将更有效激发其竞争力，为其长远发展注入了活力。公司刚推出的限制性股票激励计划就是其所有制改变的最新变化之一，我们认为该方案对公司业绩的摊薄较为有限，而其激励作用将有效保证未来三年净利平均 30%以上的高速成长。作为本土日化的龙头企业，在完全市场化的机制引导下，我们预计其未来增长更加可以期待。我们维持其买入评级。假设该计划在 2012 年顺利实施，则当年每股盈利摊薄至 1.1 元。给予其 35 倍 2012 年预期市盈率，目标价上调至 38.50 元。

## 2011 年公司净利同比增长 31%，基本符合预期

上海家化 2011 年实现主营收入 35.8 亿元，净利润 3.61 亿元，同比分别增长 16% 和 31%，基本符合我们预期。公司收入的增长基本来自于主业——化妆品收入，根据行业信息显示，其化妆品收入 2011 年同比增幅在 15%，超过 30 亿元。细分品牌方面，由于高毛利率的佰草集、高夫等收入增速明显高于六神、美加净等相对低毛利率品牌的增速，带动化妆品整体毛利率持续走高，2011 年达到 56.5%，同比提高 2.5 个百分点。报告期内，公司销售费用和管理费用同比增幅分别达到 19% 和 30%，略高于我们预期，主要是其当年加大了佰草集等主要品牌的渠道、广告投入，为后续持续高增长做铺垫。而管理费用较快增长主要是公司对员工激励机制加强，薪酬增速加快所致。由于公司现金充沛，报告期内财务费用为 1,113 万元，同比增加 116%。因 2010 年公司对可采品牌计提拨备，导致同期资产减值基数较低，最终拉动 2011 年公司税前利润和净利同比增幅分别在 50% 和 31%。

图表 1.2011 年业绩摘要

(人民币，百万)	2010 年	2011 年	同比变动(%)
营业额	3,094	3,577	16
销售税金	(25)	(37)	50
净销售额	3,069	3,539	15
销售成本	(1,399)	(1,519)	9
毛利润	1,670	2,020	21
销售费用	(1,076)	(1,283)	19
管理费用	(301)	(393)	30
经营利润	293	344	17
投资收益	89	89	(0)
财务费用	5	11	116
资产减值	(95)	(8)	(92)
其它	10	17	61
税前利润	302	452	50
所得税	(53)	(87)	66
少数股东权益	26	(4)	(114)
净利润	276	361	31
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	54.0	56.5	
经营利润率	9.5	9.6	
净利率	8.9	10.1	

资料来源：公司数据

另外，当年公司经营性净现金流为 3.5 亿元，同比增加 1,846 万元，和往年相比，相对净利润优势有所减少，主要是 2011 年宏观面资金紧张，公司适当放宽信用政策以促进销售，导致应收账款同比增长 26% 至 4 亿元，存货增加 36% 至 4.1 亿元，冲减了净现金流的增加。公司同时宣布其 2011 年分红方案为每 10 股派现 4 元现金。

### 自主品牌表现靓丽，美加净未来增速可期

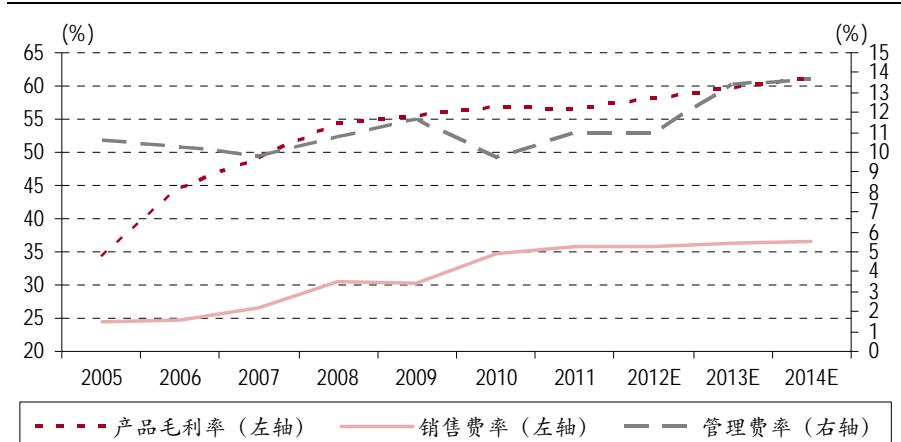
根据 Euromonitor 统计，2011 年中国日化总销售额同比增长 12.4% 至 1,861 亿元，较前一年增速提高 1.6 个百分点，表明尽管中国经济面临通货膨胀、银根收紧的压力，当年 GDP 增速已小幅下滑至 9.2%，但总体消费依然强劲，显示未来消费市场潜力巨大。同时，日化行业集中度不断提高，2011 年中国日化行业前四名的市场占有率由 2009 年的 35.4% 提升至 36.5%，作为本土日化龙头企业上海家化凭借改制后释放的动力、历史品牌积累和本土汉方配方的优势将大有可为。

2011 年公司的主要细分品牌均有不俗表现：1) 大流通渠道自主品牌-六神系列收入增速超过 10%，这主要得益于沐浴露的上佳表现，新品六神宝宝系列市场反响较好，随着艾叶新品系列和宝宝系列的加强推进，我们预计 2012 年六神品牌仍有望维持 8% 左右的增速；2) 报告期内佰草集仍维持了 37% 的高速增长，报表收入已超过 10 亿，成为公司主营利润的最大贡献者，我们预计超过总主营利润的 40%，期间新开店近 200 家达到 1,100 家，同店增长 10% 多。公司计划在 2012 年仍维持 150-200 家新开店进度，我们认为随着总店数的扩大，新开店对收入增长贡献的边际效益将递减，未来公司经营的重点将放在如果提高单产数和同店增长数量上，我们预计 2012 年佰草集收入增速有望保持在 35% 左右；3) 得益于渠道扩张和增加单品数，男士品牌-高夫在 2011 年收入增速达到 70%，虽然目前总收入不到 2 个亿，但由于男士护肤品市场起步晚，空间大，增速快，该品牌未来发展空间很大，有望维持较长时间高速增长，我们预计 2012 年其增速仍有望在 50% 以上；4) 大流通的另一主要品牌-美加净，在 2011 年上半年表现不俗，收入增幅曾超过 30%，主要是公司对其品牌重新定位，产品从手霜拓展为面霜、发乳、沐浴乳、体霜和润唇膏等全方位，新推出的新天然系列面霜（翠竹、蜂蜜）深受市场欢迎。但在下半年由于供应链管理等问题，拖累了整体收入增长，全年不到 20%。我们预计 2012 年随着公司供应链管理的理顺，美加净有望进入爆发期，未来 2-3 年该品牌平均增速有望达到 30%-50%。另外，公司计划在 2012 年将推出药妆新品——玉泽系列，通过 OTC 药店等渠道进行销售。加之高端的双妹系列，公司产品线更加丰富，未来将形成更多增长点。

### 预计 2012 年净利增速将超过 30%

通过对上述细分品牌分析，我们预计 2012 年上海家化化妆品总体收入增速将至少维持在 15%。而得益于高毛利率的佰草集、高夫等品牌的快速增长，化妆品总毛利率将持续走高，我们预计同比将提升 1.5-2 个百分点至 58% 上下。由于公司各子品牌仍处于高速推广期，另外在改制后公司对人才需求进一步加大，我们预计其薪酬水平也将有不同程度提高，所以公司的销售和管理费率在未来 2-3 年不会有下滑趋势，将维持在 2011 年水平或有小幅提高。基于天江药业等投资收益和所得税率相对稳定的假设前提下，我们预计公司在 2012 年净利将增长 38% 至 4.99 亿元。

图表 2.公司产品毛利率和期间费率走势



资料来源：中银国际研究及预测

### 限制性股票激励计划推出

上海家化同时推出了《2012 年限制性股票激励计划草案》，该计划推出略快于我们预期。该计划需报中国证监会备案且无异议、并有公司股东大会批准后生效。该计划的具体方案为：公司计划向其高、中层管理人员和核心技术人员在内的 398 人定向增发不超过 2,840 万股（占公司总股本 6.71%，其中 280 万股为预留部分）的限制性股票，首次授予价格为 16.41 元，即按公司前 20 个交易日的股票均价 32.82 元的 50% 确定。本激励方案的有效期为：自首次限制性股票授予日（将由董事会确定）起的 48 个月，其中禁售期 12 个月，解锁期 36 个月。

图表 3.公司限制性股票解锁考核条件

锁定期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
	第一批于授予日 12 个月后至 24 个月内解锁	以 2011 年净利为基准，2012 年净利增长率不低于 25%，同时加权平均 ROE 不低于 15%	40%
自激励对象获授限制性股票授予日起 12 个月	第二批于授予日 24 个月后至 36 个月内解锁	以 2011 年净利为基准，2013 年净利增长率不低于 56%，同时加权平均 ROE 不低于 15%	30%
	第三批于授予日 36 个月后至 48 个月内解锁	以 2011 年净利为基准，2014 年净利增长率不低于 95%，同时加权平均 ROE 不低于 15%	30%

资料来源：公司数据

另外，公司也评估了该激励计划对其业绩的影响（限制性股票应按照在授予时评估的公允价值在解锁期内摊销计入会计报表）。经测算，应确认的总费用为人民币 1.71 亿元，其在解锁期的 36 个月间摊销成本分别为：1.11 亿元、0.43 亿元、0.17 亿元。

我们认为，公司的该计划较为可行，从几方面理解如下：1) 这次限制性股票定向增发总股数仅为公司总股本的 6.71%，在发行后对其业绩摊薄有限。2) 公司设立的解锁考核条件较为合理，基本保证 2011-2014 年间净利平均增长率不低于 30%，并且加权平均净资产收益率不低于 15%。通过该方案的实施，将有效保障其未来三年业绩成长。3) 该激励计划对公司未来业绩影响有限：根据其测算，如果方案实施顺利，则在 2012 年中期可能进行管理费用摊销，即第一个 12 月成本 1.11 亿元的 50%，5,500 万元，剩余 5,500 万元在 2013 年摊销，并考虑第二个 12 月 4,300 万成本，公司 2012 和 2013 年管理费用分别增加 5,500 万元和 7,650 万元，这样其净利将分别减少 9% 和 14% 至 4.54 亿元和 5.86 亿元。如果方案实施到 2012 年下半年进行，则 2012 年可能只摊销 1.11 亿元的 30%，即 3,300 万元，剩余 7,700 万元在 2013 年摊销。则 2012 年和 2013 年管理费用分别增加 3,300 万元和 9,100 万元，公司净利将分别减少 5% 和 15% 至 4.72 亿元和 5.75 亿元。总体看，该计划对公司业绩的摊薄较为有限，而其激励作用将有效保证未来三年的高速成长。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	3,094	3,577	4,363	5,223	6,264
销售成本	(1,424)	(1,556)	(1,853)	(2,124)	(2,439)
经营费用	(1,283)	(1,572)	(1,910)	(2,299)	(2,772)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>387</b>	<b>449</b>	<b>600</b>	<b>800</b>	<b>1,053</b>
折旧及摊销	(94)	(104)	119	130	142
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>293</b>	<b>345</b>	<b>481</b>	<b>670</b>	<b>912</b>
净利润收入/(费用)	5	11	18	24	32
其他收益/(损失)	4	98	120	150	170
<b>税前利润</b>	<b>302</b>	<b>454</b>	<b>619</b>	<b>844</b>	<b>1,114</b>
所得税	(53)	(87)	(114)	(156)	(206)
少数股东权益	26	(4)	(5)	(7)	(9)
<b>净利润</b>	<b>276</b>	<b>362</b>	<b>499</b>	<b>681</b>	<b>899</b>
每股收益(人民币)	0.652	0.856	1.180	1.610	2.124
每股股息(人民币)	0.380	0.400	0.420	0.450	0.450
收入增长(%)	15	16	22	20	20
息税前利润增长(%)	(10)	18	39	39	36
息税折旧前利润增长(%)	(7)	16	34	33	32
每股收益增长(%)	(9)	31	38	36	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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	302	454	619	844	1,114
折旧与摊销	94	104	119	130	142
净利息费用	(5)	(11)	(18)	(24)	(32)
运营资本变动	(48)	(113)	(94)	(102)	(123)
税金	(53)	(87)	(114)	(156)	(206)
其他经营现金流	(89)	(89)	(100)	(130)	(150)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>203</b>	<b>258</b>	<b>411</b>	<b>562</b>	<b>744</b>
购买固定资产净值	(90)	(95)	(100)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	94	99	118	154	182
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>54</b>	<b>82</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2	(4)	0	0	0
支付股息	(161)	(169)	(178)	(190)	(190)
其他融资现金流	20	15	0	0	0
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(139)</b>	<b>(158)</b>	<b>(178)</b>	<b>(190)</b>	<b>(190)</b>
现金变动	68	103	252	425	635
期初现金	701	768	872	1,123	1,549
公司自由现金流	207	262	429	616	826
权益自由现金流	209	258	429	616	826

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	768	872	1,123	1,549	2,184
应收帐款	302	411	501	600	719
库存	318	400	476	545	626
其他流动资产	47	35	40	56	35
<b>流动资产总计</b>	<b>1,435</b>	<b>1,717</b>	<b>2,140</b>	<b>2,750</b>	<b>3,564</b>
固定资产	289	390	421	443	456
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	398	390	422	349	334
<b>长期资产总计</b>	<b>688</b>	<b>780</b>	<b>843</b>	<b>792</b>	<b>790</b>
<b>总资产</b>	<b>2,122</b>	<b>2,498</b>	<b>2,983</b>	<b>3,542</b>	<b>4,354</b>
应付帐款	302	380	453	519	595
短期债务	14	10	10	10	10
其他流动负债	284	263	396	463	580
<b>流动负债总计</b>	<b>600</b>	<b>654</b>	<b>859</b>	<b>991</b>	<b>1,185</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5	5
股本	423	423	423	423	423
储备	1,074	1,388	1,659	2,082	2,700
<b>股东权益</b>	<b>1,497</b>	<b>1,811</b>	<b>2,082</b>	<b>2,505</b>	<b>3,123</b>
少数股东权益	21	28	37	41	41
<b>总负债及权益</b>	<b>2,122</b>	<b>2,498</b>	<b>2,983</b>	<b>3,542</b>	<b>4,354</b>
每股帐面价值(人民币)	3.54	4.28	4.92	5.92	7.38
每股有形资产(人民币)	3.54	4.28	4.92	5.92	7.38
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.78)	(2.04)	(2.63)	(3.64)	(5.14)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.5	12.5	13.7	15.3	16.8
息税前利润率(%)	9.5	9.6	11.0	12.8	14.6
税前利润率(%)	9.8	12.7	14.2	16.2	17.8
净利率(%)	8.9	10.1	11.4	13.0	14.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.4	2.6	2.5	2.8	3.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	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(倍)	1.9	2.0	2.0	2.2	2.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	49.0	37.3	27.0	19.8	15.0
市净率(倍)	9.0	7.5	6.5	5.4	4.3
价格/现金流(倍)	66.6	52.4	32.8	24.0	18.1
企业价值/息税折旧前利润	33.0	28.2	20.7	15.0	10.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	75.1	84.2	36.7	35.7	34.1
应收账款周转天数	35.3	36.3	38.1	38.4	38.4
应付帐款周转天数	35.2	34.8	34.9	34.0	32.4
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	58.3	46.7	35.6	28.0	21.2
净资产收益率(%)	19.6	21.9	25.6	29.7	31.9
资产收益率(%)	12.1	12.0	14.3	16.7	18.8
已运用资本收益率(%)	20.1	20.4	24.2	28.6	31.8

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期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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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