



**买入**

**16% ↑**

目标价格: 人民币8.27

600327.SS

原先目标价: 人民币 9.80

价格: 人民币 7.10

目标价格基础: 20倍12年市盈率

板块评级: 增持

# 大东方

## 全年压力仍然较大

受到收入放缓及费用增加的影响, 公司经营压力仍然较大。公司今年1季度合并营业收入为19.64亿元, 同比增长6.12%。息税前利润1.11亿元, 同比下降14%。扣非后归属于母公司净利润5,776万元, 同比下降18.8%。折合每股收益0.11元。我们将公司的目标价下调至8.27元, 仍维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 零售业务连锁扩张、4S店逐步进入收获期并形成规模将有效支撑公司长期健康发展。但是今年仍然面临较大的经营压力。

### 评级面临的主要风险

- 多业并举对公司管理能力和资金运用形成挑战。
- 汽车业务波动性较大直接影响我们的预测

### 估值

- 我们根据公司在未来3年的发展轨迹和经营压力小幅下调了2012-14年业绩, 预期公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益)0.413、0.596和0.793元。基于20倍12年市盈率, 我们将公司的目标价由9.00元下调至8.27元/股, 仍然维持公司**买入**的评级。

### 股价表现



| (%)         | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------------|------|-----|-----|------|
| 绝对          | 1    | (5) | 2   | (39) |
| 相对新华富时A50指数 | (12) | (9) | (1) | (24) |

|                  |       |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万)         | 522   |
| 流通股(%)           | 53    |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 1,962 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 24    |
| 净负债比率(%) (2012E) | 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  
以2012年4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

### 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)    | 6,304 | 7,037  | 7,766  | 8,536  | 9,317 |
| 变动(%)           | 14    | 12     | 10     | 10     | 9     |
| 净利润(人民币 百万)     | 224   | 208    | 216    | 311    | 414   |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.431 | 0.421  | 0.413  | 0.596  | 0.793 |
| 变动(%)           | 21.3  | (2.1)  | (1.9)  | 44.1   | 33.1  |
| 市场预期每股收益(人民币)   | -     | -      | 0.585  | 0.700  | -     |
| 原先预测摊薄每股收益(人民币) | -     | -      | 0.464  | 0.664  | 0.823 |
| 调整幅度(%)         | -     | -      | (12.3) | (11.5) | (3.8) |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.431 | 0.317  | 0.413  | 0.596  | 0.793 |
| 变动(%)           | 21.3  | (25.9) | 30.5   | 44.1   | 33.1  |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 16.5  | 17.8   | 17.2   | 11.9   | 9.0   |
| 核心市盈率(倍)        | 16.5  | 22.4   | 17.2   | 11.9   | 9.0   |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.85  | 0.58   | 1.03   | 1.05   | 1.39  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 8.3   | 12.3   | 6.9    | 6.8    | 5.1   |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 7.1   | 7.7    | 6.6    | 4.9    | 3.6   |
| 每股股息(人民币)       | 0.084 | 0.039  | 0.086  | 0.086  | 0.083 |
| 股息率(%)          | 1.2   | 0.6    | 1.2    | 1.2    | 1.2   |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 经营压力仍然较大

公司今年1季度合并营业收入为19.64亿元，同比增长6.12%。息税前利润1.11亿元，同比下降14%。扣非后归属于母公司净利润5,776万元，同比下降18.8%。

公司百货业务实现营业收入6.71亿元，同比增长8.12%。我们根据母公司报表可以看到，无锡商业大厦当季销售6.18亿元，同比下降0.34%。商业大厦综合毛利率较同期下降0.72个百分点至20.63%，延续了2011年全年毛利率下降的趋势。主要原因如下：一是促销活动；二是因为新的主流品牌引进后，需要一些培养，品牌一直处于调整状态；三是一线名品销售占比增加，也拉低了毛利率。

按此推算，伊酷童和海门店之1季度销售收入加总为0.53亿元，其中绝大部分应该为海门店所贡献。海门店平均含税日流水约为30-50万元，今年争取能够实现盈亏平衡，而该店盈亏平衡点的销售收入约为2-3亿元。伊酷童1-2月份含税日流水5万元。目前该店最大的问题在于如何培养客群，如何做好服务。为了引进早教等机构，公司给予租户1-2年的租金优惠，估计今年亏损仍有1,000万元左右。我们预计该店需要有2-3年的培育期。

而母公司销售费用率的上升也是导致息税前利润率有所下降的主要原因之一。我们认为这主要和1季度公司加大了商业大厦的促销力度有关。

**图表 1.2012年1季度母公司报表模拟业绩摘要**

| (人民币, 百万)       | 11年1季度   | 11年4季度   | 12年1季度   | 同比变化(%) | 环比变化(%) |
|-----------------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 营业收入            | 620.49   | 498.17   | 618.35   | (0.34)  | 24.12   |
| 营业税金及附加         | (7.85)   | (9.36)   | (9.83)   | 25.19   | 5.05    |
| 净营业收入           | 612.64   | 488.82   | 608.53   | (0.67)  | 24.49   |
| 营业成本            | (488.04) | (397.07) | (490.78) | 0.56    | 23.60   |
| 销售费用            | (3.23)   | (23.48)  | (8.20)   | 153.88  | (65.07) |
| 管理费用            | (46.62)  | (33.47)  | (40.72)  | (12.66) | 21.67   |
| 息税前利润           | 74.75    | 34.80    | 68.83    | (7.92)  | 97.79   |
| 净财务费用           | (4.11)   | (5.09)   | (4.43)   | 7.77    | (13.00) |
| 模拟利润总额          | 70.64    | 29.71    | 64.40    | (8.83)  | 116.78  |
| <b>盈利能力 (%)</b> |          |          |          |         |         |
| 综合毛利率           | 21.35    | 20.29    | 20.63    |         |         |
| 息税前利润率          | 12.05    | 6.99     | 11.13    |         |         |
| 销售费用率           | 0.52     | 4.71     | 1.33     |         |         |
| 管理费用率           | 7.51     | 6.72     | 6.58     |         |         |

资料来源：公司数据

今年1季度家电销售收入下降10%以上，百业超市去年关闭了一些乡镇超市，百业超市会转向城市标超。百业超市目前的股权仍然是60%。今年可能会整合超市剩余股权。

汽车经营继续加强集团化整合，推动市场促销，开展各类节日的主题活动。报告期内汽车业务实现营业收入 10.96 亿元，同比增长 8.62%。汽车城 2 期今年还有 10 多家 4S 店将开业，总体要达到 26 家左右。去年保时捷奠基，估计今年 4 季度竣工。汽车城共有 8.9 亿元投资，目前一期去年全年已经投入了 5.79 亿元，今明两年还需投入 3 亿元左右。一期主要围绕 4S 店，二期会有二手车市场，不会将 500 亩都做完，会为未来的发展预留空间，目前先关注一期的建设。汽车城一期 8.89 亿元的建设预计将于明年上半年全部结束。由于汽车城仍然处于资本支出期（在建工程比年初增长 22.69%，主要是汽车新城及汽车展厅建设投入增加），导致其财务费用居高不下，我们从一季报中可以看出端倪，公司 1 季度财务费用同比增加 78.04%，主要是银行借款利息支出同比增加 704 万元。而我们对今年公司汽车业务仍然保持谨慎态度，虽然中高端汽车销售占比不断提高，但是仍然短期无法改变中低端汽车占比过高，以及中高端汽车处于投入期的现状，而今年汽车市场的低迷仍然将对公司业绩形成较大的压力。

食品饮料经营方面，三凤桥实现营业收入 6,828 万元，同比增长 15.05%。

1 季度公司销售费用同比增长 31.41%，主要是因为本期经营人员工资及劳务费用增加。三凤桥去年员工人数增加 200 多人，主要是新开 2 家门店，人员增加较大，餐饮主要是人力成本的压力较大。同时随着近些年汽车市场基础一线人员的工资上涨较多，我们预计公司 2012 年人力成本会增长较多。

管理费用同比增长 21.69%，主要是因为计提的折旧费、长期待摊费用摊销增加 1,082 万元，租赁费及物业费增加 621 万。

### 公司业务战略与资金需求

2012 年公司的资金在汽车经营的“持续打造新城，后续向外拓展”上，在百货主营的“扩大规模效应、稳固市场地位”上，在其它子公司的发展投入和理顺股权上，会有较大的需求。公司将通过自筹、银行贷款等多种筹资途径，解决公司发展的资金需求。我们预计公司今年可能收购东方百超剩余的 40% 股权以及加大对东方汽车城建设，所需资金压力仍然较大。在百货主业、汽车主营、三凤桥食品发展三个领域的发展性投入，还有一定的延续惯性，仍会给公司带来一定的资金压力、费用上升及盈利压力，有可能公司也会采取从资本市场再融资方式加快发展力度。

### 维持买入评级和下调目标价

我们根据公司在未来 3 年的发展轨迹和经营压力小幅下调了 2012-14 年业绩，预期公司业务将分别实现每股收益(均不考虑非经常性损益) 0.413、0.596 和 0.793 元。我们将公司的目标价调整至 8.27 元/股。仍然维持公司**买入**的评级。

**图表 2.2012 年 1 季度公司业绩摘要**

| (人民币, 百万)       | 11 年<br>1 季度 | 11 年<br>4 季度 | 12 年<br>1 季度 | 同比变化<br>(%) | 环比变化<br>(%) |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 销售收入            | 1,851        | 1,874        | 1,964        | 6           | 5           |
| 营业税金及附加         | (13)         | (18)         | (17)         | 33          | (5)         |
| 净销售收入           | 1,838        | 1,856        | 1,947        | 6           | 5           |
| 销售成本            | (1,575)      | (1,603)      | (1,669)      | 6           | 4           |
| 销售毛利润           | 263          | 253          | 278          | 6           | 10          |
| 销售费用            | (46)         | (86)         | (60)         | 31          | (31)        |
| 管理费用            | (88)         | (102)        | (107)        | 22          | 5           |
| 息税前利润           | 129          | 65           | 111          | (14)        | 72          |
| 非经常项目           | 4            | 26           | 3            | (20)        | (87)        |
| 应占联营公司损益        | 2            | 9            | 1            | (71)        | (93)        |
| 净财务费用           | (9)          | (17)         | (17)         | 78          | (3)         |
| 税前利润            | 126          | 83           | 99           | (22)        | 19          |
| 所得税             | (37)         | (23)         | (32)         | (15)        | 38          |
| 税后利润            | 89           | 60           | 67           | (25)        | 11          |
| 少数股东损益          | (15)         | (14)         | (7)          | (55)        | (50)        |
| 归属于母公司股东的净利润    | 74           | 46           | 60           | (19)        | 30          |
| 扣除非经常性损益后的净利润   | 70           | 20           | 57           | (19)        | 182         |
| 扣非后每股收益(人民币, 元) | 0.14         | 0.05         | 0.11         |             |             |
| <b>盈利能力(%)</b>  |              |              |              |             |             |
| 综合毛利率           | 14.9         | 14.4         | 15.0         |             |             |
| 息税前利润率          | 7.0          | 3.5          | 5.7          |             |             |
| 税前利润率           | 6.8          | 4.4          | 5.0          |             |             |
| 净利率             | 4.0          | 2.5          | 3.1          |             |             |

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

| 年结日: 12月31日  | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入         | 6,304   | 7,037   | 7,766   | 8,536   | 9,317   |
| 销售成本         | (5,490) | (6,099) | (6,705) | (7,337) | (7,950) |
| 经营费用         | (317)   | (423)   | (478)   | (482)   | (505)   |
| 息税折旧前利润      | 497     | 515     | 583     | 717     | 862     |
| 折旧及摊销        | (112)   | (167)   | (172)   | (187)   | (199)   |
| 经营利润(息税前利润)  | 385     | 348     | 411     | 530     | 663     |
| 净利息收入/(费用)   | (28)    | (51)    | (55)    | (52)    | (51)    |
| 其他收益/(损失)    | 27      | 62      | 19      | 19      | 19      |
| 税前利润         | 384     | 359     | 375     | 497     | 631     |
| 所得税          | (95)    | (102)   | (105)   | (129)   | (158)   |
| 少数股东权益       | (64)    | (50)    | (54)    | (57)    | (60)    |
| 净利润          | 224     | 208     | 216     | 311     | 414     |
| 核心净利润        | 223     | 165     | 216     | 311     | 414     |
| 每股收益(人民币)    | 0.431   | 0.421   | 0.413   | 0.596   | 0.793   |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.431   | 0.317   | 0.413   | 0.596   | 0.793   |
| 每股股息(人民币)    | 0.084   | 0.039   | 0.086   | 0.086   | 0.083   |
| 收入增长(%)      | 14      | 12      | 10      | 10      | 9       |
| 息税前利润增长(%)   | 33      | (10)    | 18      | 29      | 25      |
| 息税折旧前利润增长(%) | 27      | 4       | 13      | 23      | 20      |
| 每股收益增长(%)    | 21      | (7)     | 4       | 44      | 33      |
| 核心每股收益增长(%)  | 21      | (2)     | (2)     | 44      | 33      |

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        | 384   | 359   | 375   | 497   | 631   |
| 折旧与摊销       | 112   | 167   | 172   | 187   | 199   |
| 净利息费用       | 28    | 51    | 55    | 52    | 51    |
| 运营资本变动      | 109   | (32)  | 149   | 49    | 112   |
| 税金          | (95)  | (102) | (105) | (129) | (158) |
| 其他经营现金流     | (94)  | (143) | (109) | (109) | (111) |
| 经营活动产生的现金流  | 444   | 300   | 537   | 547   | 724   |
| 购买固定资产净值    | (452) | (293) | (380) | (214) | (246) |
| 投资减少/增加     | 15    | 77    | 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  | (437) | (216) | (380) | (214) | (246) |
| 净增权益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 净增债务        | 113   | 335   | 103   | (57)  | (57)  |
| 支付股息        | (21)  | (45)  | (45)  | (43)  | (78)  |
| 其他融资现金流     | 0     | (483) | 48    | 120   | 59    |
| 融资活动产生的现金流  | 92    | (193) | 106   | 19    | (76)  |
| 现金变动        | 99    | (108) | 263   | 351   | 403   |
| 期初现金        | 712   | 811   | 703   | 966   | 1,317 |
| 公司自由现金流     | 12    | 91    | 165   | 340   | 487   |
| 权益自由现金流     | 92    | 369   | 205   | 223   | 371   |

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        | 811    | 703   | 966    | 1,317  | 1,720  |
| 应收帐款            | 266    | 392   | 346    | 399    | 452    |
| 库存              | 434    | 772   | 654    | 808    | 822    |
| 其他流动资产          | 32     | 83    | 66     | 65     | 84     |
| 流动资产总计          | 1,543  | 1,949 | 2,031  | 2,590  | 3,078  |
| 固定资产            | 765    | 1,022 | 1,301  | 1,321  | 1,410  |
| 无形资产            | 578    | 573   | 569    | 566    | 562    |
| 其他长期资产          | 270    | 418   | 385    | 349    | 313    |
| 长期资产总计          | 1,613  | 2,013 | 2,255  | 2,236  | 2,286  |
| 总资产             | 3,156  | 3,962 | 4,287  | 4,825  | 5,364  |
| 应付帐款            | 1,429  | 1,862 | 1,848  | 2,104  | 2,283  |
| 短期债务            | 334    | 670   | 770    | 710    | 650    |
| 其他流动负债          | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 流动负债总计          | 1,764  | 2,532 | 2,618  | 2,814  | 2,933  |
| 长期借款            | 45     | 44    | 47     | 50     | 52     |
| 其他长期负债          | 0      | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 股本              | 522    | 522   | 522    | 522    | 522    |
| 储备              | 577    | 638   | 820    | 1,103  | 1,460  |
| 股东权益            | 1,098  | 1,160 | 1,342  | 1,625  | 1,981  |
| 少数股东权益          | 249    | 225   | 280    | 337    | 397    |
| 总负债及权益          | 3,156  | 3,962 | 4,287  | 4,825  | 5,364  |
| 每股帐面价值(人民币)     | 2.11   | 2.22  | 2.57   | 3.11   | 3.80   |
| 每股有形资产(人民币)     | 1.00   | 1.13  | 1.48   | 2.03   | 2.72   |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.83) | 0.02  | (0.29) | (1.07) | (1.95) |

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     | 7.9  | 7.3  | 7.5   | 8.4   | 9.2   |
| 息税前利润率       | 6.1  | 4.9  | 5.3   | 6.2   | 7.1   |
| 税前利润率        | 6.1  | 5.1  | 4.8   | 5.8   | 6.8   |
| 净利率          | 3.6  | 3.0  | 2.8   | 3.6   | 4.4   |
| 流动性(倍)       |      |      |       |       |       |
| 流动比率         | 0.9  | 0.8  | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 利息覆盖率        | 11.7 | 6.0  | 6.6   | 8.8   | 11.2  |
| 净权益负债率(%)    | 净现金  | 0.8  | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率         | 0.6  | 0.5  | 0.5   | 0.6   | 0.8   |
| 估值(倍)        |      |      |       |       |       |
| 市盈率          | 16.5 | 17.8 | 17.2  | 11.9  | 9.0   |
| 核心业务市盈率      | 16.5 | 16.8 | 17.2  | 11.9  | 9.0   |
| 目标价对应核心业务市盈率 | 19.2 | 19.6 | 20.0  | 13.9  | 10.4  |
| 市净率          | 3.4  | 3.2  | 2.8   | 2.3   | 1.9   |
| 价格/现金流       | 8.3  | 12.3 | 6.9   | 6.8   | 5.1   |
| 企业价值/息税折旧前利润 | 7.1  | 7.7  | 6.6   | 4.9   | 3.6   |
| 周转率          |      |      |       |       |       |
| 存货周转天数       | 26.8 | 36.1 | 38.8  | 31.3  | 31.9  |
| 应收帐款周转天数     | 13.9 | 17.1 | 17.3  | 15.9  | 16.7  |
| 应付帐款周转天数     | 76.3 | 85.4 | 87.2  | 84.5  | 85.9  |
| 回报率          |      |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)     | 19.6 | 9.9  | 20.8  | 14.4  | 10.4  |
| 净资产收益率(%)    | 22.4 | 18.4 | 17.2  | 21.0  | 22.9  |
| 资产收益率(%)     | 10.1 | 7.0  | 7.2   | 8.6   | 9.8   |
| 已运用资本收益率(%)  | 25.1 | 18.5 | 18.4  | 20.9  | 23.1  |

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適合個別投資者。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