



**买入**

**20% ↑**

目标价格: 人民币 27.33

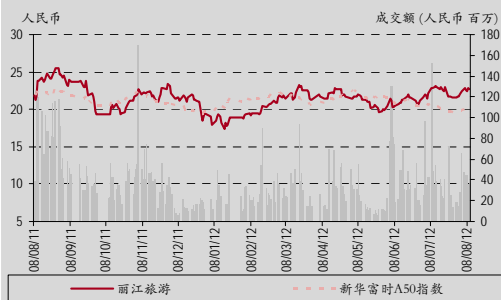
002033.SZ

价格: 人民币 22.75

目标价格基础: 市盈率

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          | 20   | (0) | 5   | 5    |
| 相对新华富时A50指数 | 16   | 0   | 13  | 14   |

|                  |       |
|------------------|-------|
| 发行股数(百万)         | 164   |
| 流通股(%)           | 77    |
| 流通股市值(人民币 百万)    | 3,727 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 36    |
| 净负债比率(%) (2012E) | 净现金   |
| 主要股东(%)          |       |
| 丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司 | 23    |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年8月10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

消费服务: 旅游

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

\* 旷实为本报告重要贡献者

# 丽江旅游

## 索道、演艺客流稳定增长, 业绩符合预期

丽江旅游公布2012年中期业绩: 2012年上半年, 公司共实现营业收入2.67亿元, 营业利润1.16亿元, 归属于上市公司股东的净利润6,526万元, 分别比上年同期增长10.72%、22.06%、22.36%。实现每股收益0.4元, 业绩符合市场预期。2012年上半年, 公司三条索道共接待游客124.33万人次, 比上年同期增长10.18%。印象丽江接待游客97.14万人次, 同比增长10.71%。丽江和府皇冠假日酒店2012年上半年实现营业收入4,568.43万元, 比上年同期上升3.76%, 实现营业利润951.91万元, 比上年同期下降38.07%。

### 支撑评级的要点

- **索道接待总量增长10.18%, 大索道增长明显:** 2012年上半年, 公司三条索道共接待游客124.33万人次, 比上年同期增长10.18%。其中, 玉龙雪山索道2012年上半年共接待游客49.80万人次, 比上年同期增长33.46%, 云杉坪索道接待游客72.60万人次, 同比下降0.91%, 牦牛坪索道接待1.92万人次, 比上年下降14.82%。玉龙雪山索道客流的增长主要是因为公司加强了渠道拓展与旅行社的沟通, 云杉坪和牦牛坪的客流受到其分流影响较大, 同比小幅下滑。
- **印象丽江客流稳定增长, 上座率超过70%:** 2012年上半年印象丽江接待游客97.14万人次, 比2011年同期增加9.40万人次, 增长10.71%。公司会根据客流情况, 灵活安排演出场次, 因此上座率有保障, 平均超过70%。
- **受年初提价影响, 和府酒店入住率有所下滑:** 丽江和府皇冠假日酒店2012年上半年实现营业收入4,568.43万元, 比上年同期上升3.76%, 实现营业利润951.91万元, 比上年同期下降38.07%。收入增长较慢主要是受到年初房价提价15%, 2012年上半年入住率有所下滑; 利润的下滑主要是因为固定资产折旧以及无形资产摊销的大幅增加。
- **和府二期定位高端, 进展符合预期:** 和府二期定位为高端度假精品酒店, 2012年1月16日, 公司与洲际酒店集团签订合作协议, 引入了洲际酒店管理集团旗下的高端度假酒店品牌——Indigo (英迪格)。酒店共设71个高等级客房, 60%的客房配置有独享庭院。预计2013年1月底完工, 2013年3月初投入试运营。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济持续下滑对于旅游行业影响; 和府二期开业不达预期。

### 估值

- 我们维持公司2012-14年每股收益0.87元、1.04元和1.23元的盈利预测, 维持27.33元的目标价和**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)    | 374   | 555   | 615   | 670   | 729   |
| 变动(%)           | 104   | 49    | 11    | 9     | 9     |
| 净利润(人民币 百万)     | 45    | 117   | 142   | 170   | 202   |
| 全面摊薄每股收益(人民币)   | 0.299 | 0.714 | 0.867 | 1.036 | 1.233 |
| 变动(%)           | 0.9   | 138.9 | 21.3  | 19.5  | 19.0  |
| 核心每股收益(人民币)     | 0.292 | 0.711 | 0.867 | 1.036 | 1.233 |
| 变动(%)           | (0.5) | 143.8 | 21.9  | 19.5  | 19.0  |
| 全面摊薄市盈率(倍)      | 76.1  | 31.9  | 26.2  | 22.0  | 18.4  |
| 核心市盈率(倍)        | 78.0  | 32.0  | 26.2  | 22.0  | 18.4  |
| 每股现金流量(人民币)     | 0.61  | 1.51  | 1.66  | 1.86  | 2.02  |
| 价格/每股现金流量(倍)    | 37.3  | 15.0  | 13.7  | 12.2  | 11.3  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 16.7  | 13.2  | 11.3  | 9.8   | 8.6   |
| 每股股息(人民币)       | 0.000 | 0.150 | 0.347 | 0.518 | 0.617 |
| 股息率(%)          | 0.0   | 21.0  | 40.0  | 50.0  | 50.0  |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 营业收入稳定增长、毛利率同比基本持平

2012 年上半年，公司共实现营业总收入 267,170,086.15 元，营业利润 116,233,177.93 元，归属于上市公司股东的净利润 65,263,692.15 元，分别比上年同期增长 10.72%、22.06%、22.36%。实现每股收益 0.4 元，业绩符合市场预期。

2012 年上半年，公司各项业务的综合毛利率为 76.37%，与上年同期 76.94% 相比变化不大，但单项业务的毛利率变动幅度不一，索道运输毛利增长 2.83%，汽车运输毛利率提高 11.53%，主要原因是索道运输和汽车运输直接成本主要是固定成本，收入增长而固定成本变化不大，致使毛利率提高。酒店经营业务毛利率下降 3.17%，主要原因一是本年度提高了员工工资；二是为了使收入与成本更加匹配，将 2011 年放在管理费用的员工餐费按部门放进了相应部门的成本中。印象演出毛利率下降 3.32%，主要原因一是本年度提高了员工工资；二是随着经营时间的增加，剧场的维护费用较上年也随之增加。

### 期间费用控制良好、净利率有所提升

报告期内，公司期间费用控制良好。其中，销售费用率从去年同期的 13.28% 下降到本期的 8.38%，主要原因是本期旅行社促销费用比上年同期降低较多；管理费用率从去年同期的 17.38% 变化到本期的 17.32%，保持稳定；财务费用率从去年同期的 3.54% 下降到当期的 3.25%，基本持平。营业外收入比上年同期增加 552,222.86 元，增长幅度 1,984%，主要原因是本期增资丽江玉龙雪山旅游观光车有限公司实现非货币性资产交换利得 40.36 万元。期间费用率的良好控制，使得公司的盈利能力有所提升，净利率从去年同期的 22.10% 上升到本期的 24.43%。

**图表 1. 业绩摘要**

| (人民币, 百万)     | 2011 年中报 | 2012 年中报 | 同比(%)    |
|---------------|----------|----------|----------|
| 营业收入          | 241.31   | 267.17   | 10.72    |
| 营业成本          | 55.64    | 63.13    | 13.46    |
| 毛利润           | 185.67   | 204.04   | 9.90     |
| 营业税金及附加       | 11.04    | 12.39    | 12.24    |
| 管理费用          | 41.94    | 46.27    | 10.34    |
| 销售费用          | 32.04    | 22.4     | (30.09)  |
| 经营利润          | 100.65   | 122.98   | 22.19    |
| 资产减值          | (0.21)   | 0.23     | (211.40) |
| 财务费用          | 8.55     | 8.68     | 1.54     |
| 投资收益          | 2.92     | 2.16     | (25.94)  |
| 营业外收入         | 0.03     | 0.58     | 1,983.83 |
| 营业外支出         | 1.08     | 1.55     | 42.98    |
| 税前利润          | 94.17    | 115.26   | 22.40    |
| 所得税           | 13.80    | 18.88    | 36.78    |
| 少数股东损益        | 27.03    | 31.12    | 15.13    |
| 归属于母公司的净利润    | 53.33    | 65.26    | 22.36    |
| 基本每股收益(元)     | 0.33     | 0.40     | 21.21    |
| 毛利率 (%)       | 76.94    | 76.37    | (0.74)   |
| 净利率 (%)       | 22.10    | 24.43    | 10.52    |
| 扣非后归属于母公司的净利润 | 53.98    | 66.00    | 22.27    |

资料来源：公司公告，中银国际研究

### 索道以及演出客流受益于云南以及丽江旅游市场高景气度

2012年上半年，云南旅游业依然保持了较快的增长速度。根据云南省旅游局公布数据显示，今年上半年，云南全省累计接待海外入境游客409.1万人次，接待国内游客9,578.3万人次，实现旅游业总收入765.8亿元，同比增长24.6%。2012年1-6月份，丽江机场旅客吞吐量128.09万人次，同比增长35%。根据目前丽江机场客流增长速度，我们预计丽江全年旅客吞吐量有望达到250万人次。

2012年上半年，公司三条索道共接待游客124.33万人次，比上年同期增长10.18%；印象丽江上半年接待游客97.14万人次，比2011年同期增加9.40万人次，增长10.71%。公司会根据客流情况，灵活安排演出场次，因此上座率有保障，平均超过70%。

基于云南省以及丽江市旅游持续的高景气度，我们预计玉龙雪山客流和《印象丽江》的观看人次全年都将实现稳定增长，预计2012年全年将保持10%以上的增长率。

### 和府酒店收入增长放缓因提价，利润下滑因折旧摊销增加较大

丽江和府皇冠假日酒店2012年上半年实现营业收入4,568.43万元，比上年同期上升3.76%，实现营业利润951.91万元，比上年同期下降38.07%。

收入增长缓慢主要是因为年初提价15%，平均入住率有所下滑；而利润下滑的主要原因是因为上市公司的酒店资产以增资扩股的方式转入和府酒店公司，自5月1日起，和府酒店公司增加了固定资产折旧及无形资产摊销，同时2012年上半年和府酒店员工工资和财产维护费也有所增加。

### 和府二期定位高端，预计2013年初开业

和府二期定位为高端度假精品酒店，2012年1月16日，公司与洲际酒店集团签订合作协议，引入了洲际酒店管理集团旗下的高端度假酒店品牌——Indigo（英迪格）。和府二期共设71个高等级客房，60%的客房配置有独享庭院。预计2013年1月底完工，2013年3月初投入试运营。

### 产业链拓展初露峥嵘，景区、餐饮、旅游服务全面推进

1、**香巴拉月光城项目**：2012年7月2日，公司与香格里拉县人民政府签订《香巴拉月光城项目投资开发合作意向书》，香格里拉县人民政府同意由公司对独克宗古城金龙社区投资开发“香巴拉月光城项目”，建设内容包括高端度假酒店和藏文化风情体验区。根据该协议约定的进度计划，到2015年，预计项目总投资约5亿元。

2、**玛咖项目**：公司持股丽江龙健生物科技有限公司，投资开发玛咖项目。2012年4月12日，为将龙健公司打造成为集科研、生产、销售为一体的完整的玛咖产业链公司，决定由公司全资子公司龙德公司与华邦制药共同增资龙健公司。目前龙健公司玛咖系列产品有玛咖精片、玛咖胶囊、玛咖咖啡、玛咖酒和玛咖干片，主要通过委托生产，龙健公司食字号、保健品批号资质正在申报中。2012年上半年丽江龙健生物科技有限公司共实现净利润-11.73万元，本公司全资子公司丽江龙德旅游发展有限公司按股权比例确认投资收益-4.69万元。

**3、玉龙雪山景区甘海子餐饮中心项目：**公司控股子公司龙悦餐饮拟在丽江玉龙雪山景区甘海子建设餐饮中心。项目总规划用地 29,251.4 平方米（合 43.87 亩），总建筑面积 14,800 平方米（包括：餐厅一、餐厅二、游客集散厅）及附属配套设施。项目拟投资金额 9,620.07 万元（龙悦公司注册资金 4,000 万元全部投入该项目，剩余资金缺口通过自筹或银行借款方式解决）。本项目预计 2013 年 5 月完工，餐饮中心建成后，可同时容纳 3,000-3,500 人就餐，日常可以接待 10,000 人次。

**4、丽江古城南入口旅游服务区项目：**公司全资子公司丽江和府酒店有限公司拟在丽江古城南端（和府皇冠假日酒店西侧）建设入口旅游服务区。项目总规划用地 22,769.76 平方米（合 34.15 亩），总建筑面积 22,365.3 平方米（其中：地上建筑面积 15,225.3 平米，地下室 7,140 平米），建设内容包括休闲街区及地下停车场及附属配套设施。预计项目 2013 年 1 月底完工，预计投资金额 2.22 亿元，建设所需资金将通过自有资金及发行中期票据等方式解决。本项目建成后，公司将在丽江古城南片打造一个以高端度假酒店、文化、餐饮、休闲、购物为主的度假综合体。

### 盈利预测与估值

展望 2012 年全年，我们持续看好云南省以及丽江的旅游高景气度。公司索道以及《印象丽江》演艺节目客流增长确定性很高，业绩成长性强；公司和府二期酒店定位高端，预计将于明年初开业，平均房价和入住率有望得到进一步提升；产业链拓展继续推进，香巴拉景区、甘海子雪山餐饮、丽江古城南入口项目等陆续落地；同时，我们仍然对于玉龙雪山大索道提价和公司周边旅游资源整合保有较强的预期。

我们维持公司 2012-14 年每股收益 0.87 元、1.04 元和 1.23 元的盈利预测，维持 27.33 元的目标价和**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         | 374   | 555   | 615   | 670   | 729   |
| 销售成本         | (106) | (157) | (170) | (181) | (191) |
| 经营费用         | (102) | (113) | (121) | (128) | (138) |
| 息税折旧前利润      | 165   | 285   | 323   | 360   | 399   |
| 折旧及摊销        | (44)  | (57)  | (56)  | (58)  | (55)  |
| 经营利润(息税前利润)  | 120   | 228   | 268   | 303   | 344   |
| 净利息收入/(费用)   | (16)  | (19)  | (15)  | (12)  | (7)   |
| 其他收益/(损失)    | (1)   | 1     | 3     | 5     | 5     |
| 税前利润         | 103   | 210   | 256   | 296   | 342   |
| 所得税          | (13)  | (34)  | (51)  | (59)  | (68)  |
| 少数股东权益       | (44)  | (59)  | (63)  | (67)  | (72)  |
| 净利润          | 45    | 117   | 142   | 170   | 202   |
| 核心净利润        | 44    | 116   | 142   | 170   | 202   |
| 每股收益(人民币)    | 0.299 | 0.714 | 0.867 | 1.036 | 1.233 |
| 核心每股收益(人民币)  | 0.292 | 0.711 | 0.867 | 1.036 | 1.233 |
| 每股股息(人民币)    | 0.000 | 0.150 | 0.347 | 0.518 | 0.617 |
| 收入增长(%)      | 104   | 49    | 11    | 9     | 9     |
| 息税前利润增长(%)   | 71    | 89    | 17    | 13    | 13    |
| 息税折旧前利润增长(%) | 84    | 73    | 14    | 12    | 11    |
| 每股收益增长(%)    | 1     | 139   | 21    | 20    | 19    |
| 核心每股收益增长(%)  | 0     | 144   | 22    | 20    | 19    |

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        | 201   | 326   | 429   | 602   | 697   |
| 应收帐款            | 8     | 4     | 5     | 5     | 6     |
| 库存              | 4     | 5     | 6     | 6     | 6     |
| 其他流动资产          | 7     | 22    | 23    | 24    | 24    |
| 流动资产总计          | 220   | 358   | 463   | 636   | 733   |
| 固定资产            | 761   | 795   | 815   | 813   | 804   |
| 无形资产            | 83    | 92    | 90    | 87    | 84    |
| 其他长期资产          | 61    | 23    | 30    | 36    | 42    |
| 长期资产总计          | 905   | 910   | 934   | 936   | 930   |
| 总资产             | 1,125 | 1,267 | 1,397 | 1,572 | 1,663 |
| 应付帐款            | 64    | 37    | 38    | 39    | 40    |
| 短期债务            | 78    | 104   | 50    | 160   | 74    |
| 其他流动负债          | 96    | 109   | 111   | 116   | 118   |
| 流动负债总计          | 238   | 250   | 200   | 315   | 231   |
| 长期借款            | 156   | 136   | 136   | 16    | 3     |
| 股本              | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 储备              | 116   | 164   | 164   | 164   | 164   |
| 股东权益            | 544   | 601   | 718   | 831   | 948   |
| 少数股东权益          | 660   | 764   | 882   | 995   | 1,112 |
| 总负债及权益          | 71    | 117   | 179   | 246   | 318   |
| 每股帐面价值(人民币)     | 1,125 | 1,267 | 1,397 | 1,572 | 1,663 |
| 每股有形资产(人民币)     | 5.68  | 4.67  | 5.38  | 6.07  | 6.79  |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 4.96  | 4.11  | 4.84  | 5.54  | 6.27  |

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        | 103   | 210  | 256   | 296   | 342   |
| 折旧与摊销       | 44    | 57   | 56    | 58    | 55    |
| 净利息费用       | 16    | 19   | 15    | 12    | 7     |
| 运营资本变动      | (50)  | 3    | 0     | 4     | 0     |
| 其他经营现金流     | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动产生的现金流  | (21)  | (41) | (55)  | (64)  | (74)  |
| 购买固定资产净值    | 92    | 248  | 272   | 305   | 331   |
| 其他投资现金流     | (106) | (94) | (80)  | (59)  | (50)  |
| 投资活动产生的现金流  | 0     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 净增权益        | 22    | (1)  | 5     | 6     | 6     |
| 净增债务        | (84)  | (95) | (75)  | (53)  | (44)  |
| 支付股息        | 220   | (28) | 0     | 0     | 0     |
| 其他融资现金流     | (125) | 24   | (54)  | (10)  | (100) |
| 融资活动产生的现金流  | (129) | (24) | (102) | (136) | (163) |
| 现金变动        | (70)  | 0    | 63    | 67    | 72    |
| 期初现金        | (103) | (28) | (94)  | (79)  | (192) |
| 公司自由现金流     | (96)  | 125  | 103   | 173   | 95    |
| 权益自由现金流     | 297   | 201  | 326   | 429   | 602   |

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(%)     | 44.1 | 51.3 | 52.6  | 53.8  | 54.7  |
| 息税前利润率(%)       | 32.3 | 41.1 | 43.5  | 45.2  | 47.2  |
| 税前利润率(%)        | 27.5 | 37.8 | 41.6  | 44.2  | 47.0  |
| 净利率(%)          | 12.1 | 21.1 | 23.1  | 25.3  | 27.7  |
| <b>流动性</b>      |      |      |       |       |       |
| 流动比率(倍)         | 0.9  | 1.4  | 2.3   | 2.0   | 3.2   |
| 利息覆盖率(倍)        | 6.9  | 11.2 | 15.7  | 20.9  | 34.1  |
| 净权益负债率(%)       | 4.5  | 净现金  | 净现金   | 净现金   | 净现金   |
| 速动比率(倍)         | 0.9  | 1.4  | 2.3   | 2.0   | 3.1   |
| <b>估值</b>       |      |      |       |       |       |
| 市盈率(倍)          | 76.1 | 31.9 | 26.2  | 22.0  | 18.4  |
| 核心业务市盈率(倍)      | 78.0 | 32.0 | 26.2  | 22.0  | 18.4  |
| 目标价对应核心业务市盈率(倍) | 93.7 | 38.4 | 31.5  | 26.4  | 22.2  |
| 市净率(倍)          | 4.0  | 4.9  | 4.2   | 3.7   | 3.4   |
| 价格/现金流(倍)       | 37.3 | 15.0 | 13.7  | 12.2  | 11.3  |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 16.7 | 13.2 | 11.3  | 9.8   | 8.6   |
| <b>周转率</b>      |      |      |       |       |       |
| 存货周转天数          | 25.7 | 10.7 | 12.1  | 11.9  | 11.7  |
| 应收帐款周转天数        | 6.0  | 4.0  | 2.6   | 2.6   | 2.6   |
| 应付帐款周转天数        | 74.1 | 33.0 | 22.3  | 21.2  | 19.9  |
| <b>回报率</b>      |      |      |       |       |       |
| 股息支付率(%)        | 0.0  | 21.0 | 40.0  | 50.0  | 50.0  |
| 净资产收益率(%)       | 8.4  | 16.4 | 17.2  | 18.1  | 19.2  |
| 资产收益率(%)        | 9.8  | 15.9 | 16.1  | 16.3  | 17.0  |
| 已运用资本收益率(%)     | 13.6 | 22.0 | 22.7  | 22.9  | 23.7  |

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